

**TARTU ÜLIKOOL**

**ÕIGUSTEADUSKOND**

Eraõiguse osakond

Eeva Pajuviidik

**VÄÄRTPABERITURUL ANTAV TEAVE NING INVESTORI KAHJU HÜVITAMISE  
NÕUE EBAÕIGE TEABE AVALDAMISEL**

**Magistritöö**

Juhendaja: prof. Janno Lahe

Tartu

2019

## SISUKORD

SISSEJUHATUS .....	4
1. Emitent ja investor reguleeritud väärtpaberituru osalistena.....	8
1.1. Reguleeritud väärtpaberiturg .....	8
1.2. Väärtpaberi mõiste .....	10
1.3. Väärtpaberituru osalised ja nendevahelised õigussuhted .....	12
1.3.1 Emitent ja pakkuja reguleeritud väärtpaberituru osalistena .....	12
1.3.2 Investor reguleeritud väärtpaberituru osalisena .....	13
1.3.3 Investori ning emitendi vaheline õigussuhe.....	14
1.3.4 Investori ja emitendi juhatuse liikme vaheline õigussuhe .....	17
2. Emitendi poolt avaldatav teave ja investorile antava teabe funktsioon.....	19
2.1. Emitendi teabe avaldamist reguleerivad õigusaktid.....	19
2.2. Väärtpaberite avalikul pakkumisel antav teave .....	22
2.3. Väärtpaberitega kauplemisel antav teave .....	25
2.4. Investorile antava teabe funktsioon.....	26
3. Vastutuse alused ebaõige teabe avaldamisel.....	32
3.1. Prospektivastutus .....	32
3.1.1. Prospektis sisalduva teabe eest vastutavad isikud .....	32
3.1.2. Emitendi juhatuse liige prospektis sisalduva teabe eest vastutava isikuna.....	37
3.1.3. VPTS § 25 kohaldamise eeldused .....	38
3.1.4. Alternatiivsed alused nõude esitamiseks emitendi või pakkuja vastu prospektis esitatud ebaõige teabe korral .....	43
3.2. Lepingueelsetest läbirääkimistest tulenev vastutus.....	44
3.3. Emitendi ja juhatuse liikme vastutuse muud alused ebaõige teabe avaldamisel ...	45
3.3.1. Vastutuse alused perioodilise teabe ja siseteabe avaldamisel .....	45

3.3.2.	Vastutus kaitsenormi rikkumise korral .....	52
3.3.3.	Vastutus heade kommete vastase tahtliku käitumise korral .....	56
4.	Investori kahjunõude ulatus .....	58
4.1.	Investori kahjunõude iseloomustus .....	58
4.2.	Kahju piiritlemine prospektivastutuse korral.....	59
4.3.	Kahju ulatuse piiritlemine muu teabe avaldamise korral .....	61
KOKKUVÕTE .....		64
INFORMATION PROVIDED IN SECURITIES MARKET AND INVESTORS CLAIM FOR DAMAGES IN CASE OF INCORRECT DATA (Summary) .....		69
KASUTATUD ALLIKATE LOETELU .....		75
	Kirjandus .....	75
	Muud allikad.....	76
	Kasutatud normatiivmaterjal .....	78
	Kohtupraktika .....	81

## SISSEJUHATUS

Emitendi poolt antav teave äriühingu majandustegevusest, finantstulemustest ning väärtpaberitega seotud õigustest on investoritele peamine allikas esialgse investeerimisotsuse ning edasiste tehingute tegemisel. Investorite teavitamisega seotud nõudeid reguleeritakse Euroopa Liidus üha enam ühtsetel alustel, kuid emitendi, selle juhatuse liikme või teiste investoritele teabe avaldamise eest vastutavate isikute tsiviilõigusliku vastutuse reguleerimine on jäänud siseriikliku õiguse pädevusse. Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve Ameti (*European Securities and Markets Authority*, edaspidi ESMA) 2013. aastal avaldatud uuring liikmesriikide prospektivastutusest näitas, et siseriiklikult on vastutus prospektis avaldatud teabe eest reguleeritud Euroopa Liidu liikmesriikides erinevalt või jäänud eraldi reguleerimata.<sup>1</sup>

Väärtpaberite üldsusele pakkumisel või mõnes liikmesriigis kauplemisele võtmisel avaldatava prospekti nõuded on reguleeritud direktiivi 2003/71/EÜ<sup>2</sup> (*prospektidirektiiv*) alusel. Prospektidirektiivi artiklis 6 on sätestatud nõuded liikmesriikidele tsiviilõigusliku vastutuse kohaldamiseks isikute suhtes, kes vastutavad prospektis sisalduva teabe eest. Väärtpaberituru seaduse<sup>3</sup> (edaspidi VPTS) § 25 sätestab emitendi ning pakkuja kohustuse hüvitada investorile kahju, kui prospekt sisaldab väärtpaberite väärtuse hindamise seisukohalt olulist teavet, mis osutub tegelikkusest erinevaks. Kui väärtpaberid on võetud kauplemisele, siis edasisele teabe esitamisele tulenevad nõuded siseteabe osas Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrusest 596/2014/EL<sup>4</sup> (*turukuritarvituse määrus*) ning perioodilise teabe osas Euroopa Parlamendi ja

---

<sup>1</sup> European Securities and Market Authority: Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive; ESMA/2013/619, 30.05.2013, lk 12 – 16. Vastutus prospektis sisalduva teabe eest oli uuringu koostamise ajal eraldiseisvalt reguleeritud 15 liikmesriigis, teistes liikmesriikides toimub kahju hüvitamine üldistel tsiviilõiguslikel alustel (lk 12).

<sup>2</sup> Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/71/EÜ, 4. november 2003, väärtpaberite üldsusele pakkumisel või kauplemisele lubamisel avaldatava prospekti ja direktiivi 2001/34/EÜ muutmise kohta, ELT L 345, 31.12.2003, lk 64—89.

<sup>3</sup> Väärtpaberituru seadus – RT I, 19.03.2019, 76.

<sup>4</sup> Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 596/2014, 16. aprill 2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvituse määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/EÜ - ELT L 173, 12.6.2014, lk 1—61.

nõukogu direktiivist 2004/109/EÜ<sup>5</sup> (*lābipaistvusdirektiiv*). Nimetatud õigusaktid ei reguleeri liikmesriikide poolt tsiviilõigusliku vastutuse kehtestamist teabe avaldamisel sarnaselt prospektiregulatsioonile. VPTS-s ei ole kehtestatud emitendi vastutust reguleerivaid sätteid siseteabe või perioodilise teabe avalikustamise korral.

Magistritöö eesmärk on leida vastus küsimusele, milline on investoritele vāärtpaberiturgudel antava teabe eesmärk ning kas ja millises ulatuses saab investoril tekkida kahjunõue emitendi, selle juhtorgani liikme või teiste investoritele teabe andmise eest vastutavate isikute vastu ebaõige teabe avaldamisel või teabe avaldamata jätmisel. Magistritöö lisaeesmärgiks on hinnata, kas Eesti õiguses on prospekti koostajate vastutus VPTS § 25 alusel vastavuses prospektidirektiivi nõuetega. Magistritöös käsitletakse investoritele antava teabe funktsiooni ning vastutust ebaõige teabe avaldamise korral nii vāärtpaberite avalikul pakkumisel kui ka edasisel vāärtpaberitega kauplemisel ehk järelturul. Küsimus, millele senises kirjanduses ei ole samuti piisavalt tähelepanu pööratud, on investorile põhjustatud kahju iseloom ning selle ulatus. VPTS § 26 lg 2 alusel on piiratud kahju tekitaja vastutust prospektis sisalduva ebaõige teabe korral. Autor soovib analüüsida, kas selline vastutuse piiramine on põhjendatud ning kas sarnased emitendi vastutust piiravad sätted on kasutusel ka võrdlusriikides. Töös käsitletakse vāärtpaberituru teabe avaldamisega seotud regulatsioone sellises ulatuses, mis autori hinnangul võimaldab teha järeldusi emitendi, selle juhatuse liikme ja teiste teabe andmise eest vastutavate isikute vastutuse osas teabe avaldamisega seotud rikkumiste korral.

Euroopa Liidu ühtsed regulatsioonid teabe avaldamisel seavad eesmärgiks nii investorite kaitse, finantsturgude toimimise kui ka seelābi usalduse tagamise emitentide vastu.<sup>6</sup> Euroopa tasandil finantsinstrumentide turge reguleerivate õigusaktide muudatuste põhjusteks on toodud näiteks muutunud keskkond, tehnoloogia areng, uute investeerimistoodete ning kauplemiskeskondade tekkimine, finantskriisi käigus ilmnenu puuduste likvideerimine,<sup>7</sup> jne. Tegemist on pidevalt areneva valdkonnaga. 14. juunil 2017 võeti vastu Euroopa Parlamendi ja Nõukogu määrus (EL) 2017/1129<sup>8</sup> (*uus prospektimäärus*), mis on vahetult kohaldatav kõikides liikmesriikides alates 21. juulist 2019<sup>9</sup> ning asendab teabe avaldamise regulatsioonide osas prospektidirektiivi ja

---

<sup>5</sup> Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2004/109/EÜ, 15. detsember 2004, läbipaistvuse nõuete ühtlustamise kohta teabele, mis kuulub avaldamisele emitentide kohta, kelle vāärtpaberid on lubatud reguleeritud turul kauplemisele, ning millega muudetakse direktiivi 2001/34/EÜ, ELT L 390, 31.12.2004, lk 38—57.

<sup>6</sup> Lābipaistvusdirektiivi põhjenduste p 1, turukuritarvituse māäruse põhjenduste p 55.

<sup>7</sup> Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2014/65/EL, 15. mai 2014, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiive 2002/92/EÜ ja 2011/61/EL - ELT L 173, 12.6.2014, lk 349—496, põhjenduste p 3, 4, 62 ja 63.

<sup>8</sup> Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) 2017/1129, 14. juuni 2017, mis käsitleb vāärtpaberite avalikul pakkumisel või reguleeritud turul kauplemisele võtmisel avaldatavat prospekti ning millega tunnistatakse kehtetuks direktiiv 2003/71/EÜ - ELT L 168, 30.6.2017, lk 12—82.

<sup>9</sup> Uue prospektimāäruse artikkel 49.

siseriiklikud õigusaktid. Nimetatud määruse peamine eesmärk on veel ühtlustada teabe avalikustamist väärtpaberite avalikul pakkumisel või nende reguleeritud turul kauplemisele võtmisel ning kaitsta investoreid, kaotades teabe ebasümmeetria nende ja emitentide vahel.<sup>10</sup> Samas jääb ka uue prospektimääruse artikli 11 alusel tsiviilõigusliku kahju hüvitamise reguleerimine liikmesriikide pädevusse.

Töö uudsus seisneb esmalt selles, et Eesti õiguskirjanduses ei ole investorite kahjunõudeid ebaõige teabe korral põhjalikult analüüsitud. 2003. aastal on avalikustamiskohustuse rikkumisel tekkivaid võimalikke tsiviilõiguslikke kaitsevahendeid uurinud Meelis Hint,<sup>11</sup> kuid viidatud artikkel on koostatud enne Eesti liitumist Euroopa Liiduga ja põhineb ainult VPTS-i regulatsioonidel. Carl Erik Puskar on 2017. aastal koostatud magistritöös analüüsinud kahju tekitanud juhtumi ja kahju tekkimise koha määratlemist prospektis esitatud ebaõige teabe korral eelkõige rahvusvahelise kohtualluvuse kontekstis.<sup>12</sup>

Töös esitatavad hüpoteesid:

- (a) Põhjendatud oleks VPTS-s eraldiseisvalt sätestada emitendi juhtorgani liikmete vastutus prospektis esitatud ebaõige teabe avaldamisel;
- (b) Emitendi vastutus muu teabe avaldamisel peaks olema reguleeritud sarnaselt prospektivastutusega.

Töö metoodika on peamiselt võrdlev-süstemaatiline analüüs, kasutades võrdluseks Saksa ja Inglise õigust<sup>13</sup> ning asjakohast kohtupraktikat. Antud võrdlusriigid on valitud seetõttu, et mõlemas on juba pikaajaliselt toimunud kapitaliturud ning välja kujunenud õiguspraktika. Saksamaa on meile lähedasem oma Mandri-Euroopa õigussüsteemi tõttu, Inglismaa on oluline finantskeskus ning finantsregulatsioonide kehtestamisel autori hinnangul pigem uuenduslik olnud. Lisaks kohtupraktika analüüsile ja võrdlusanalüüsile on autor uurinud Eestis avalikustatud väärtpaberite avaliku pakkumise prospekte nii teabe sisu kui ka vastutavate isikute määratlemise osas. Eestis puudub töö koostamise seisuga kohtupraktika

---

<sup>10</sup> Uus prospektimäärus, põhjenduste p 3.

<sup>11</sup> M. Hint Avalikustamiskohustuse rikkumine Eesti väärtpaberiturus. Tsiviilõiguslikud kaitsevahendid. *Juridica* VI/2003, lk 408 – 415. M. Hint on analüüsinud ka väärtpaberiturul antava teabe vajalikkust artiklis „Avalikustamiskohustuste vajalikkus väärtpaberiturus. Õiguse majandusteaduslik analüüs.“ *Juridica* I/2005, lk 62 – 69.

<sup>12</sup> C. E. Puskar. Kahju tekitanud juhtumi ja kahju tekkimise koha määramine tegelikkusest erineva või mittetäieliku teabe esitamisel väärtpaberi emissiooniprospекtis. Magistr töö, Tartu 2017.

<sup>13</sup> Suurbritannia ja Põhja-Iirimaa Ühendkuningriik koosneb Inglismaast, Walesist, Põhja-Iirimaa ning Šotimaast, mis moodustavad kolm jurisdiktsiooni – Inglismaa ja Wales, Šotimaa ning Põhja-Iirimaa. Käesolevas töös tähendab Inglise õigus seega nii Inglismaal kui ka Walesis kehtivat õigust.

prospektivastutuse kohaldamisest avaliku pakkumise prospektis esitatud ebaõige teabe korral või seoses ebaõige siseteabe ja perioodilise teabe avaldamisega väärtpaberitega kauplemisel.<sup>14</sup>

Töö peamised allikad on väärtpaberiõigust puudutavad uurimused. Eesti kirjandust antud valdkonna kohta on vähe, seega tegemist on peamiselt Euroopa väärtpaberiõigust puudutavate analüüsidega. Töö esimeses osas käsitatakse küsimusi väärtpaberituru osalistest ning nendevahelisest õigussuhetest. Teises osas keskendub autor teabega seotud regulatsioonidele ning teabe funktsioonile väärtpaberitega kauplemisel. Töö kolmandas osas tegeleb autor kahju hüvitamise eelduste väljaselgitamisega ning neljandas osas analüüsitakse võimaliku kahjunõude iseloomu ning ulatust.

Märksõnad: väärtpaberiturg, väärtpaberite pakkumine, investor, desinformatsioon, kahju hüvitamine.

---

<sup>14</sup> Väärtpaberiturul antava teabega seotud asjaolusid on analüüsitud seoses VPTS-i varasemas redaktsioonis kehtinud turumanipulatsiooni keeluga lahendis TlnRnKo 2-14-18162/45, kuid käesolevas magistritöös turu manipuleerimisega seotud teematikat ei käsitleta.

# 1. Emitent ja investor reguleeritud väärtpaberituru osalistena

## 1.1. Reguleeritud väärtpaberiturg

Kapitaliturud on turud, milles äriühingud müüvad oma aktsiaid investoritele, suurendades seeläbi omakapitali ning investorid kauplevad aktsiatega, tavapäraselt börsil.<sup>15</sup> Ajalooliselt on väärtpaberiturud toiminud esmalt head reputatsiooni omavate vahendajatena, kuid tänaseks on börsi mainega seotud roll mõnevõrra vähenenud<sup>16</sup> ning väärtpaberituru toimimise peamiseks funktsioonideks on likviidsuse loomine väärtpaberite pakkumise ning nõudluse kokkuviiimisel, kauplemisskeskkonna rajamine ning ühtsete reeglite tagamine.<sup>17</sup>

Finantsteenuste areng on viinud muuhulgas ka erinevate kauplemisskohtade tekkimisele. Kauplemisskohana määratletakse reguleeritud väärtpaberiturgu, mitmepoolset kauplemissüsteemi (*MTF ehk Multilateral Trading Facilities*) ja organiseeritud kauplemissüsteemi (*OTF ehk Organised Trading Facility*).<sup>18</sup> Väärtpaberiturgudel kujunenud praktika kohaselt kaubeldakse reguleeritud turul peamiselt omakapitaliväärtpaberitega, samas kui mitteomakapitaliväärtpaberite ja tuletisinstrumentidega tehakse tehinguid väljaspool kauplemisskohta (*OTC ehk Over the Counter*) või teistes kauplemisskohtades.<sup>19</sup>

Tulenevalt väärtpaberituru seaduse § 3 lg-s 2 sõnastatud reguleeritud<sup>20</sup> väärtpaberituru definitsioonist ning direktiivi 2014/65/EL artikli 4 p 21 sätestatud mõistest, vastab reguleeritud turg järgnevatele kriteeriumitele:

- ✓ Tegemist on turukorraldaja poolt korraldatava ja/või juhitava õiguslike ja tehniliste lahenduste mitmepoolse süsteemiga;

<sup>15</sup> J. Armour jt. Principles of financial regulation. Oxford: Oxford University Press, 2016, lk 31.

<sup>16</sup> Reputatsiooni rolli vähenemine väljendub muuhulgas ka selles, et vastutus informatsiooni avaldamisest on läinud üha enam turukorraldajalt emitentidele. Vt J. Armour jt, (viide 15), lk 147.

<sup>17</sup> J. Armour jt, (viide 15), lk 147 – 148.

<sup>18</sup> Kauplemisskohtade mõisted on täpsemalt sätestatud Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2014/65/EL artikli 4 p-des 21 – 23.

<sup>19</sup> Seletuskiri väärtpaberituru seaduse muutmise ja sellega seonduvalt teiste seaduste muutmise seaduse eelnõu juurde nr 507SE, lk 14.

<sup>20</sup> Sõna „reguleeritud“ viitab, et väärtpaberitega saab kaubelda teatud ettekirjutatud vormis toimival turul. VPTS seletuskiri 507SE, (viide 19), lk 13.



- ✓ See viib ühetaolistel tingimustel kokku eri isikute eri- või üheaegsed väärtpaberite omandamis- ja võõrandamishuvid seoses süsteemis olevate finantsinstrumentidega või hõlbustatakse nende kokkuviiimist vastavalt ühetaolistele eeskirjadele;
- ✓ Tulemuseks on lepingu sõlmimine seoses finantsinstrumentidega, mis on süsteemi eeskirjade ja/või süsteemide kohaselt kauplemisele lubatud.

Alternatiivsed investeerimisturud (*AIM ehk Alternative Investment Market*) on sobivad eelkõige uuematele ja väiksematele kasvuettevõtjatele,<sup>21</sup> kes ei ole veel valmis põhinimekirjas noteerimiseks.<sup>22</sup> Alternatiivturgudel kauplemisele võtmiseks on ettevõtjatele seatavad nõuded noteerimiseks madalamad. Investorite huvid on sellel turul kõige vähem kaitstud, seega on alternatiivturg kõige riskantsem turg.<sup>23</sup> Siiski on ka alternatiivturule sisenejal kohustus koostada ning avalikustada prospekt juhul, kui väärtpaberite pakkumine kvalifitseerub avalikuks pakkumiseks.<sup>24</sup>

Aktsiate esmane avalik pakkumine (IPO ehk *Initial Public Offering*) on äriühingu esmakordne aktsiate pakkumine avalikult.<sup>25</sup> Vastavalt VPTS §-le 11 ning sarnaselt ka Saksa prospektiseaduse<sup>26</sup> (edaspidi WpPG) § 2 lg-le 4 on väärtpaberite pakkumine isikutele igas vormis, igal viisil ja iga vahendiga väärtpaberite omandamise või märkimise võimaluse kohta antud teave, mis on piisavalt täpne nii pakkumise tingimuste kui pakutavate väärtpaberite osas, võimaldamaks isikul otsustada väärtpaberite omandamise või märkimise üle. Pakkumist ei loeta avalikuks VPTS §-s 12 lg 2 loetletud juhtudel, ehk siis eelkõige kutselistele investoritele suunatud pakkumiste korral; pakkumistel, milles minimaalne investeringu summa on üle 100 000 euro; või pakkumiste korral, mille koguväärtus jääb alla 2,5 miljoni euro kõikide lepinguriikide kohta kokku väärtpaberite pakkumise üheaastase ajavahemiku jooksul. Need erandid kehtivad ainult avalikule pakkumisele ning juhul kui antud pakkumise tulemusel soovitakse väärtpaberid noteerida reguleeritud turul, kehtivad noteerimis- või kauplemisprospektile sätestatud avalikustamisnõuded.<sup>27</sup>

<sup>21</sup> E. Ferran, L. C. Ho, Principles of Corporate Finance Law. Oxford Scholarship Online: April 2014, lk 360.

<sup>22</sup> E. Ferran, L. C. Ho, (viide 21), lk 364.

<sup>23</sup> Väärtpaberite noteerimine, Nasdaq Baltic <http://www.nasdaqbaltic.com/et/meie-teenused/noteerimine/> (27.04.2019).

<sup>24</sup> Sisuliselt tuleneb see nõue VPTS § 11 väärtpaberite avaliku pakkumise mõistest ning emitendi kohustusest avalikustada prospekt tulenevalt VPTS § 15 lg 1.

<sup>25</sup> A.Kecskés, V.Halász, The Role of Prospectus Documentation and Prospectus Liability, Pravni Vjesnik GOD 31 BR. 3-4, 2015, lk 167.

<sup>26</sup> Wertpapierprospektgesetz, das Bundesgesetzblatt (BGBl). I S. 1698.

<sup>27</sup> VPTS § 132<sup>1</sup> lg-s 1 on sätestatud kauplemisprospekti ning VPTS §-s 157 noteerimisprospekti avalikustamise kohustus.

Aktsiate avalik pakkumine võib toimuda uute aktsiate emiteerimise teel äriühingule täiendava kapitali kaasamiseks (nn *primary shares* ehk esmased aktsiad) või olemasolevate investorite poolt juba emiteeritud aktsiate müügina (nn *secondary shares* ehk teisesed aktsiad), mille peamiseks eesmärgiks on seniste aktsionäride (osaline) väljumine äriühingust, või ka kombinatsioonina mõlemast.<sup>28</sup> Näiteks AS Tallinna Vesi aktsiate avalik pakkumine on läbi viidud ainult olemasolevate aktsiate müügi teel,<sup>29</sup> AS LHV Group aktsiate avalik pakkumine ainult uute aktsiate emiteerimise teel<sup>30</sup> ning AS Ekspress Grupp aktsiate pakkumine kombinatsioonina uute aktsiate emiteerimisest ning senisele aktsionärile OÜ HHL Rühm kuuluvate aktsiate müügist.<sup>31</sup>

Aktsiaturud teostavad kauplemise seisukohalt vähemalt kahte funktsiooni. Niinimetatud esmased turud pakuvad mehhanismi, mille läbi äriühingud saavad võõrandada aktsiad investoritele kapitali suurendamise finantseerimiseks. Teisene turg loob investoritele keskkonna, kus osta ja müüa olemasolevaid aktsiaid. Need kaks funktsiooni on lahutamatult seotud, kuna investorid oleksid oluliselt vähem huvitatud investeringutest esmasel turul kui ei oleks teisest turgu, mille kaudu järgnevalt aktsiaid müüa.<sup>32</sup> Kauplemise mahtude poolest on aastatega suurenenud just teise turu osakaal, ehk siis kapitaliturgude areng viis uute aktsiate turule toomise kõrval palju suurema kauplemisaktiivsuse juba noteeritud aktsiatega.<sup>33</sup> Ka väärtpaberiõiguses eristatakse esmase turu õigusakte, millega reguleeritakse avalikku pakkumist ning esmase turu tehinguid, ning teise turu õigusakte, millega reguleeritakse hilisemat aruandluskohustust ning teise turu tehinguid.<sup>34</sup>

## 1.2. Väärtpaberi mõiste

Väärtpaberi mõiste on Eesti seadustes defineeritud VPTS §-s 2 ning võlaõigusseaduse<sup>35</sup> (edaspidi VÕS) §-s 917. Väärtpaber VPTS § 2 lg 1 tähenduses on, ka selle kohta dokumenti väljastamata, vähemalt ühepoolse tahteavalduse alusel üleantav varaline õigus või kohustus või

---

<sup>28</sup> A.Kecskés, V.Halász, (viide 25), lk 168 – 169.

<sup>29</sup> AS Tallinna Vesi aktsiate avaliku pakkumise prospekt, 16.05.2005, lk 140.

<sup>30</sup> AS LHV Group aktsiate avaliku pakkumise prospekt, 13.04.2016, lk 27.

<sup>31</sup> AS Ekspress Grupp aktsiate avaliku pakkumise prospekt, 16.03.2007, lk 1.

<sup>32</sup> N. Dimsdale, M. Prevezer, Capital Markets and Corporate Governance. Oxford Scholarship Online: January 2015, lk 67 – 68.

<sup>33</sup> D. Wójcik. The Global Stock Market: Issuers, Investors, and Intermediaries in an Uneven World. Oxford Scholarship Online: September 2011, lk 8.

<sup>34</sup> P. S. Collins, Regulation of Securities, Markets, and Transactions: A Guide to the New Environment. John Wiley & Sons, Incorporated, 14.01.2011 (Ebook Central), lk 15.

<sup>35</sup> Võlaõigusseadus – RT I, 20.02.2019, 8.

leping. Seaduses on toodud loetelu instrumentidest, mis klassifitseeruvad väärtpaberiteks. Muuhulgas on väärtpaber VPTS § 2 alusel aktsia või muu samaväärne kaubeldav õigus, võlakiri, vahetusväärtpaber või muu emiteeritud ja kaubeldav võlakohustus ning märkimisõigus või muu kaubeldav õigus, mis annab õiguse omandada nimetatud väärtpabereid. Omakapitaliväärtpaberi mõistet on täpsustatud veel VPTS § 2 lg-s 5.

Saksa õiguses on väärtpaberi mõiste defineeritud eraldiseisvalt nii väärtpaberituru seaduses<sup>36</sup> (edaspidi WpHG), prospektiseaduses kui ka väärtpaberite omandamise ning ülevõtmisseaduses.<sup>37</sup> WpHG § 2 lg 1 järgi loetakse väärtpaberiteks vabalt võõrandatavaid väärtpabereid, hõlmates lisaks aktsiatele ja võlainstrumentidele ka muid aktsiatega samaväärseid investeeringuid Saksamaa või välismaistes juriidilistes isikutes, partnerlusühingutes, ning väärtpaberiteks on ka aktsiaid esindavad tõendid. Eraldiseisvalt on omakapitali väärtpaberid defineeritud WpPG § 2 p-s 2, hõlmates ka väärtpabereid, mida on hiljem võimalik konverteerida aktsiateks või millega saab teostada aktsiatest tulenevaid õiguseid. Inglismaal viitab finantsteenuste ja turgude seadus<sup>38</sup> (edaspidi FSMA) vabalt võõrandatavate väärtpaberite defineerimisel direktiivi 2014/65/EL art 4 p 44 mõistele.<sup>39</sup>

Vastupidiselt võlainstrumentidele ei pea aktsiate emiteerimise kaudu kogutud kapitali tagastama. Omakapitali väärtpaberite soetamisel on peamine eesmärk hilisema dividenditulu teenimine ning väärtpaberite väärtuse oodatav tõus.<sup>40</sup> Investorile kuuluvad aktsiad annavad talle õiguse osaleda aktsionäride üldkoosolekul ning kasumi ja aktsiaseltsi lõpetamisel allesjäänud vara jaotamisel, samuti muud seaduses sätestatud ja põhikirjaga ettenähtud õigused vastavalt äriseadustiku<sup>41</sup> (edaspidi ÄS) §-s 226 sätestatule.

---

<sup>36</sup> Wertpapierhandelsgesetz, BGBl. I S. 2708.

<sup>37</sup> Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, BGBl. I S. 3822.

<sup>38</sup> Financial Services and Markets Act 2000, <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents>.

<sup>39</sup> FSMA 2000 sektsioon 102 A. Direktiivi 2014/65/EL art 4 p 44 järgi on vabalt võõrandatav väärtpaber sellist liiki väärtpaber, mis on kapitaliturul kaubeldav, välja arvatud maksevahend. Toodud näitlikus loetelus on sätestatud aktsiad, võlakirjad või muud väärtpaberid, mis annavad õiguse omandada või võõrandada selliseid vabalt võõrandatavaid väärtpabereid või millest tuleneb rahaline arveldus, mille kindlaksmääramise aluseks on vabalt võõrandatavad väärtpaberid, valuutad, intressimäärad või tootlused, kaubad või muud indeksid või näitajad.

<sup>40</sup> D. Wójcik jt, (viide 33), lk 3.

<sup>41</sup> Äriseadustik - RT I, 28.02.2019, 10.

### 1.3. Väärtpaberituru osalised ja nende vahelised õigussuhted

#### 1.3.1 Emitent ja pakkuja reguleeritud väärtpaberituru osalistena

VPTS § 5 lg 1 järgi on emitent juriidiline isik, kes on väärtpabereid emiteerinud või võtnud kohustuse väärtpabereid emiteerida. Saksa õiguses loetakse vastavalt WpPG § 2 p-le 9 emitendiks isikut, kes emiteerib või kavatseb väärtpabereid emiteerida ning ka FSMA alusel on emitent isik, kes emiteerib või kelle väärtpabereid hakatakse emiteerima.<sup>42</sup> Väärtpaberituru reeglid hakkavad kehtima juba enne, kui pakkumise objektiks olevad aktsiad on emiteeritud, eelkõige tähendab see teabe avalikustamise reeglitele allumist ehk siis prospekti koostamist vastavalt VPTS § 15 lg-le 1 ja prospekti lisa avaldamist vastavalt VPTS § 23 lg-le 1, samuti prospekti lisa avaldamise korral aktsiate tagasiostu kohustust tulenevalt VPTS §-st 35.

Nii VPTS-s kui ka prospektidirektiivis on määratletud pakkuja mõiste. Pakkumise tegija (ehk pakkuja) on vastavalt prospektidirektiivi artikli 2 lõikele 1 (i) juriidiline või füüsiline isik, kes pakub väärtpabereid üldsusele. Üks viis avaliku pakkumise läbiviimiseks on see, et avalikkusele pakutakse väärtpabereid, mis on varasemalt juba võõrandatud investeerimispankadele, kellest saab seega väärtpaberite pakkuja.<sup>43</sup> Prospektidirektiivi artikli 3 lg-s 2 on sätestatud prospekti koostamise kohustus ka väärtpaberite edasimüüjal, seega eeldatavasti tuleb väärtpaberite avaliku pakkumise mõistes käsitleda pakkujana isikut, kes edasimüüjana väärtpabereid avalikkusele pakub.

Tekib küsimus, kas kombineeritud pakkumise või ainult olemasolevate aktsiate müügi korral, kus avalik pakkumine viiakse osaliselt või täielikult läbi seniste aktsionäride aktsiaid müües, tuleks antud aktsionäri käsitleda pakkujana. Eesti praktikas seda nii ei tehta, magistritöö jaoks läbivaadatud prospektides oli selliste avalike pakkumiste puhul aktsiate müüja defineeritud kui müüv aktsionär, kuid antud isikut ei nimetata prospektides pakkujaks ning teabe esitamist reguleerivate õigusaktidega ei omistata temale ka vastutust prospektis sisalduva teabe eest.<sup>44</sup> Erialakirjanduses ei ole müüva aktsionäri rollile aktsiate avalikul pakkumisel oluliselt tähelepanu pööratud, aga tulenevalt eespool viidatud pakkuja mõistest ei saa müüvat aktsionäri käsitleda pakkujana.

---

<sup>42</sup> The Financial Services and Markets Act 2000 (Official Listing of Securities) Regulations 2001 artikkel 4 p 3.

<sup>43</sup> E. Ferran, L. C. Ho, (viide 21), lk 371.

<sup>44</sup> Prospektidirektiivi artikli 6 lg-s 1 ei ole müüvat aktsionäri nimetatud võimaliku teabe eest vastutava isikuna. Samuti ei ole müüv aktsionär vastutav VPTS § 25 lg 1 alusel.

### 1.3.2 Investor reguleeritud väärtpaberituru osalisena

Investor VPTS § 6 lg 1 tähenduses on isik, kellele kuulub väärtpaber või kes on võtnud kohustuse omandada väärtpabereid. Investorile tekivad väärtpaberituru regulatsioonidest tulenevad õigused juba enne, kui isik saab väärtpaberite omanikuks, aktsiate omandamisel ÄS-i mõistes aktsionäriks. Eesti õigusesse on tulenevalt prospektidirektiivist üle võetud kutselise investori mõiste, mille eesmärgiks on eristada teatavaid investorrühmasid.<sup>45</sup> Sarnane kutselise kliendi mõiste direktiivi 2014/65/EL lisa II alusel tähendab klienti, kellel on kogemused, teadmised ja asjatundlikkus teha ise investeerimisotsuseid ja hinnata adekvaatselt sellega seotud riske.

Aktsiate ja nende märkimisõiguste korral tuleb investori rolli vaadelda ka ühinguõiguse kontekstis, aktsionäri õiguste seisukohalt. Aktsiatest tulenevad individuaalsed õigused on liigitatavad varalisteks õigusteks ning juhtimisega seotud õigusteks.<sup>46</sup> Börsiaktsiaseltside puhul tuleb arvestada ka vähemusaktsionäride õigustega, kuna praktikas moodustab mittekontrollivale investorile kuuluv aktsiate arv väikse osalusprotsendi.

Käesolevas töös on juhtimisega seotud õigustest oluline välja tuua eelkõige aktsionäri õigus teabele, mille kaudu tavapäraselt aktsionär saab otsustada, kuidas ühes või teises küsimuses hääletada või millist vähemusõigust teostada.<sup>47</sup> ÄS-i järgne aktsionäri teabeõigus on üsna piiratud ning vastavalt ÄS §-le 287 on aktsionäril õigus üldkoosolekul saada teavet aktsiaseltsi tegevuse kohta. Sarnane on regulatsioon ka Saksamaal, kuid aktsionäri teabeõigus on veel enam piiritletud ning vastavalt aktsiaseltside seaduse<sup>48</sup> (edaspidi AktG) § 131 lg 1 on juhatus kohustatud andma aktsionärile vastava päringu korral infot, kui see on vajalik päevakorras toodud otsuse hindamiseks. Juhatusel on õigus keelduda info andmisest AktG § 131 lg 3 loetletud juhtudel, muuhulgas ka siis, kui info andmine võib oluliselt kahjustada aktsiaseltsi, teave puudutab detailset maksuarvestust või kui teave puudutab näiteks varade tegelikku hinda võrreldes raamatupidamisliku väärtusega ja otsus ei ole seotud majandusaasta aruande kinnitamisega. Reguleeritud turul kaubeldava äriühingu puhul on teave vajalik investeerimisotsuste tegemiseks ning selle kaudu turuhinna kujunemiseks, mistõttu on teabe

<sup>45</sup> Prospektidirektiivi selgituste p 16. Kutselise investori mõiste on sätestatud VPTS § 6 lg-s 2.

<sup>46</sup> K. Saare jt. Ühinguõigus I. Kapitaliühingud. Juura, 2015, lk 409, äärenr 2063.

<sup>47</sup> A. Vutt, M. Vutt, Äriühingu osaniku ja aktsionäri teabeõigus Eesti kohtupraktikas. Juridica IX/2012, lk 709.

<sup>48</sup> Aktiengesetz, BGBl. I S. 1089.

andmine sätestatud eraldi väärtpaberituru reeglitega, mida on täpsemalt analüüsitud käesoleva töö teises peatükis.

### 1.3.3 Investori ning emitendi vaheline õigussuhe

Aktsiatega seotud investeringu korral tuleb investori ja emitendi omavahelise õigussuhte määratlemiseks esmalt analüüsida, milline on ühinguõiguse ning väärtpaberioiguse omavaheline suhe. Mõlemad, nii ühinguõigus kui ka väärtpaberioigus teenivad investori/aktsionäri kaitse eesmärki, kuid teevad seda investeerimisprotsessi erinevates faasides.<sup>49</sup> Aktsiaid ostes või müües vajab kauplev investor teavet õiglase hinnaga kauplemiseks. Aktsiat omades on investori risk ühingu ebaõige juhtimistegevus, mis vähendab äriühingu väärtust.<sup>50</sup> Väärtpaberituru regulatsioon kaitseb investorit siis, kui ta on kaupleja, ning äriseadustik sel ajal, kui ta on omanik. Kauplemise ja omaniku faasi eristamine annab aluse eristamiseks ühinguõiguse ning väärtpaberioiguse korporatiivseid eesmärke. Väärtpaberioigus tegeleb peamiselt reeglitega, mis aitavad kujundada investeringute õiglast väärtust ning soodustavad läbi investorkaitse tugeva väärtpaberituru tekkimist. Väärtpaberioigus ei kaitse samas investorit ebaõigete juhtumisosustuste korral, vaid reguleerib ainult investorile vastava teabe avaldamist.<sup>51</sup>

Eraõigusliku juriidilise isiku ja tema organite vahelisi õigussuhteid analüüsides on Eesti õiguskirjanduses varasemalt järeldatud, et aktsionäri ja aktsiaseltsi vaheline õigussuhe põhineb liikmelisuse sarnasel osalussuhtel, mille keskmes on aktsionäri investeringuga seotud varaline huvi.<sup>52</sup> Aktsiaseltsi ja aktsionäri vaheline suhe on muu võlasuhe VÕS § 3 punkti 6 tähenduses.<sup>53</sup> Ka Riigikohtu seisukoht on, et äriühingu osanike ja aktsionäride õigussuhe äriühinguga ja ka nende omavahelise suhte näol ei ole tegemist iseenesest tehingulise õigussuhtega. Aktsionäre tuleb ÄS § 272 järgi võrdsetel asjaoludel kohelda võrdselt, mis paneb esmajoones kohustuse aktsiaseltsile aktsionäride suhtes.<sup>54</sup>

---

<sup>49</sup> Mandri-Euroopa õiguskordadest ei leidnud autor vastava küsimuse analüüsi, küll on kirjutatud sellest USA õiguskirjanduses. J.J. Park, Reassessing the Distinction Between Corporate and Securities Law. Research Paper No. 16-09, 64 UCLA Law Review 116 (2017), lk 119 – 120.

<sup>50</sup> J.J. Park, (viide 49), lk 120.

<sup>51</sup> J.J. Park, (viide 49), lk 120 - 121.

<sup>52</sup> M. Vutt. Aktsionäri kahju hüvitamise nõue aktsiaseltsi ja selle juhtorgani liikmete vastu, Juridica II/2012, lk 91.

<sup>53</sup> M. Vutt, (viide 52), lk 91.

<sup>54</sup> RKTko 3-2-1-7-10, p 31.

Kui aktsionäri õigussuhte tekkimise eelduseks nii aktsiaseltsi, teiste aktsionäride kui ka juhtorgani liikmetega on osaluse ehk aktsiate omandamine aktsiaseltsis<sup>55</sup> ning aktsiaseltsi suhtes aktsionäri õiguste teostamise eelduseks kanne aktsiaraamatus,<sup>56</sup> siis investori ja emitendi VPTS-st tulenevad õigused ja kohustused tekivad vastavalt juba kohustusega emiteerida või omandada aktsiaid.<sup>57</sup> Väärtpaberite avaliku pakkumise prospekt ei ole iseenesest veel käsitatav oferdina VÕS § 16 lg 1 mõistes, kuna emitent ei võta prospekti avaldamisega kohustust emiteerida või võõrandada pakkumise esemeks olevaid väärtpabereid. Prospekti näol on tegemist ettepanekuga esitada pakkumus VÕS § 16 lg 2 mõistes,<sup>58</sup> ehk siis ettepanek osaleda väärtpaberite märkimisel. Riigikohus on leidnud, et osakapitali suurendamisel isiku ettepanek osa märkida (st omandada osakapitali suurendamisel osa või suurendada oma osa) on ofert ja osaühingu nõustumine sellega on aktsept, mille tulemusena tekib osaühingu ja märkija vahel märkimisleping.<sup>59</sup> Väärtpaberite avalikul pakkumisel tuleb olulise erisusena välja tuua asjaolu, et investorile emiteeritav väärtpaberite kogus ja aktsiaemissioonide korral sageli ka lõplik hind selguvad alles peale märkimisperioodi lõppu. Siiski ei ole autori arvates väärtpaberite avalikul pakkumisel tegemist muudatustega nõustumusega VÕS § 21 lg 1 mõistes, kuna pakkumust tehes annab investor juba nõusoleku soetada märkimisperioodi lõppedes prospekti tingimuste põhjal kindlaks määratava koguse ja hinnaga väärtpaberid. Aktseptiks võib lugeda väärtpaberite avalikul pakkumisel seda, et pakkumise tulemusel määratakse kindlaks väärtpaberite jaotumine investorite vahel ning lõplik hind, kui avalik pakkumine oli tehtud minimaalse ja maksimaalse hinnavahega.

Õiguskirjanduses on olnud erinevat käsitlust küsimuses, kas väärtpaberite märkimisel on võimalik kasutada lepingulisi õiguskaitsevahendeid, eelkõige lepingust taganemist või kahju hüvitamist ebaõige teabe esitamise korral. Inglise õiguskirjanduses on selle võimalikkusele

---

<sup>55</sup> K. Saare jt, (viide 46), lk 409, äärenr 2060

<sup>56</sup> K. Saare jt, (viide 46), lk 409, äärenr 2061.

<sup>57</sup> Näiteks on pakkuja või emitent kohustatud tühistama väärtpabereid märkinud isikute nõudel märkimise ning tagastama neile kogu märkimise tulemusena saadu, kui ta avalikustab pakkumise perioodil prospekti lisa või kui registreeritud ja avalikustatud prospekt ei sisaldanud pakutavate väärtpaberite lõplikku müügihinda ja arvu vastavalt VPTS § 35 lg 1 p 1 ning § 35 lg 1<sup>1</sup>. Seega on emitendil investori ees kohustused juba enne investori poolt aktsiate omandamist või aktsionäride nimekirja kandmist.

<sup>58</sup> VÕS-i kommentaaride järgi on näideteks VÕS § 16 lg 2 ettepanekust esitada pakkumus nt kinnisvara müümise kuulutused või teade kinnisasja müügi kohta enampakkumusel, ehk siis VÕS § 16 lg 2 sätestatud ettepanekut esitada pakkumusi on sisuliselt võimalik teha määratlemata isikute ringile. P. Varul ... [jt.], Völaõigusseadus. I, Üldosa (§§ 1-207): kommenteeritud väljaanne, Tallinn: Juura, 2016, lk 112.

<sup>59</sup> RKTko 3-2-1-142-12, p 20. Samas Riigikohtu otsuses on välja toodud asjaolu, et märkimislepingut ei saa samastada müügilepinguga, sest lepingu esemeks oleva osa väljaandmine ei sõltu üksnes osaühingust, vaid ka edasilükkava tingimuse saabumisest, s.o osakapitali suurendamise äriregistrisse kandmisest. Märkimislepingut ei saa otsuse kohaselt pidada seega täielikult vastastikuks lepinguks, kuna ühel poolel (märkijal) on sissenõutav kohustus, teisel aga mitte (otsuse p 21).

viidatud tulenevalt vanemast kohtupraktikast,<sup>60</sup> kuid samas tuuakse välja, et selline praktika puudub kaasaegsel väärtpaberiturul. M. Hint on viidanud võimalusele kasutada esmaturul müügiõigusest tulenevaid õiguskaitsevahendeid, kui prospektis sisalduva teabe alusel on sõlmitud müügileping, kuid antud artiklis ei ole selgitatud, kas ja millistel juhtudel üldse sõlmitakse väärtpaberite avalikul pakkumisel müügileping.<sup>61</sup> Ka C. E. Puskar on magistritöös jõudnud seisukohale, et väärtpaberite ostmisel on täidetud eeldused müügilepingu sõlmimiseks<sup>62</sup> ja emitendi ning investori suhted tuleks lugeda lepinguliseks suhteks.<sup>63</sup> Käesoleva magistritöö autor nõustub seisukohaga Inglise õiguskirjanduses, et märkimislepingu sõlmimine ei anna investorile alust nõuda prospektis esitatud ebaõige teabe korral emitendilt kahju hüvitamist lepingulistel alustel. Prospekti ei saa pidada osaks lepingutingimustest, millega investor aktsiad omandab, vaid teabeks, mis ajendab investorit taotlema aktsiate märkimist.<sup>64</sup> Selline lähenemine aitab välistada ka probleeme erinevate õigussuhete kvalifitseerimisel, mis võivad tekkida juhul kui väärtpabereid omandatakse näiteks finantsvahendajate kaudu. Prospektivastutus tuleneb investori tuginemisest prospektis esitatud teabele, kuid vastutuse kohaldamine ei sõltu sellest, millise tehingu alusel investor väärtpaberid omandas. Finantsvahendajal tekib kohustus avalikustada prospekt tulenevalt VPTS § 12 lg-test 3 ning 4 juhul, kui finantsvahendaja poolt väärtpaberite müüki loetakse eraldi avalikuks pakkumiseks ning puudub kehtiv prospekt, mille kasutamiseks emitent või prospekti koostamise eest vastutav isik oleks andnud finantsvahendajale nõusoleku.<sup>65</sup>

Euroopa kohus on lahendis *Kolassa*<sup>66</sup> analüüsinud vahendaja kaudu esitajavõlakirja soetanud investori ja emitendi vahelist õigussuhet seoses kohtualluvuse määramisega määruse 44/2001/EÜ<sup>67</sup> (edaspidi Brüsseli I määrus) alusel. Põhikohtuasjas esitas investor nõude emitendi vastu prospektis esitatud ebaõige teabega tekitatud kahju hüvitamiseks seoses võlakirjade väärtuse vähenemisega.<sup>68</sup> *Handelsgericht Wien* (Viini Kaubanduskohus) peatas menetluse ning esitas eelotsuse taotluse Euroopa Kohtule küsimustes, mis puudutasid muuhulgas ka esitajavõlakirjade emitendi prospektiga seotud vastutuse klassifitseerimist

---

<sup>60</sup> Viidatud kohtupraktika on näiteks *Lynde v Anglo-Italian Hemp Co* [1896] 1 Ch 178; *Mair v Rio Grande Rubber Estates* [1913] AC 853, HL. E. Ferran, L. C. Ho (viide 21), lk 390 – 392.

<sup>61</sup> M. Hint. Avalikustamiskohustuse rikkumine Eesti väärtpaberituruõiguses. Tsiiviilõiguslikud kaitsevahendid. *Juridica* VI/2003, lk 408 – 415, lk 411.

<sup>62</sup> C. E. Puskar, (viide 12), lk 18.

<sup>63</sup> C. E. Puskar, (viide 12), lk 21.

<sup>64</sup> A. Alcock. Liability for misinforming the market. *Journal of Business Law*, 2011, 3 (Westlaw UK), lk 10.

<sup>65</sup> Finantsvahendaja kohustust prospekti avalikustamise osas on selgitatud ka uue prospektimääruse põhjenduste p-s 26.

<sup>66</sup> EKo C-375/13, *Harald Kolassa vs Barclays Bank plc*, 28. jaanuar 2015.

<sup>67</sup> Nõukogu määrus (EÜ) nr 44/2001, 22. detsember 2000, kohtualluvuse ja kohtuotsuste täitmise kohta tsiviil- ja kaubandusajades - EÜT L 12, 16.1.2001, lk 1—23.

<sup>68</sup> EKo C-375/13, p 12 jj.



lepinguliseks või lepinguväliseks kahjuks määruse Brüsseli I määruse artikli 5 p 1 või 3 alusel.<sup>69</sup> Antud kohtuasjas leidis Euroopa Kohus, et hagi, milles palutakse tuvastada emitendi vastutus prospekti ning emitendil lasuvate muude teavitamiskohustuste rikkumise eest, on käsitatav lepinguvälise kahjuna Brüsseli I määruse artikli 5 p 3 mõistes.<sup>70</sup>

Järelturu tehingute osas on Eesti õiguskirjanduses leitud, et väärtpaberite järelturul puudub reeglina lepinguline suhe avalikustamiseks kohustatud subjekti (emitendi) ja investori vahel, seega ei saa rääkida lepingulistest õiguskaitsevahenditest avalikustamiskohustuse rikkumise korral.<sup>71</sup> Käesoleva töö autor nõustub selle seisukohaga. Emitendi kohustused teabe avaldamiseks peale väärtpaberite kauplemisele võtmist tulenevad väärtpaberiregulatsioonidest ning nimetatud rikkumiste korral puudub üldjuhul investoril lepinguline kahjunõue. Lepinguväliste suhete kohta on T. Tampuu selgitanud, et käibekohustus ja kaitsenorm VÕS § 1045 lg 1 p 7 ja lg 3 tähenduses ei tekita võlasuhet VÕS § 3 p 6 mõttes, seetõttu ei saa ka kaitsenormist tuleneva kohustuse või käibekohustuse rikkumise korral tekkida kohustuse rikkumisest tulenevat üldvastutust.<sup>72</sup> Autori arvates võiks selline lähenemine kehtida ka väärtpaberiturul regulatsioonidest tuleneva vastutuse korral. Tegemist on võimalike avalikustamiskohustuse reeglite rikkumisega, mis ei tekita siiski sarnast seadusest tulenevat võlasuhet nagu näiteks tsiviilseadustiku üldosa seaduse<sup>73</sup> (edaspidi TsÜS) §-st 32 ning ÄS §-st 272 tulenev võlasuhe äriühingu ja tema organi liikme vahel.<sup>74</sup>

#### 1.3.4 Investori ja emitendi juhatuse liikme vaheline õigussuhe

Ühinguõiguslikust vaatepunktist lähtudes ei ole aktsionäri ning aktsiaseltsi juhatuse liikme vahel lepingulist suhet. Juhatuse kohustus tegutseda majanduslikult kõige otstarbekamal viisil vastavalt ÄS § 306 lg-le 2 väljendab juhatuse kohustuse täitmise kvaliteeti aktsiaseltsi ees. TsÜS § 31 lg 5 mõtte kohaselt peetakse juriidilise isiku tegevuseks ka tema sellise organi tegevust, mille pädevust loetakse seaduse kohaselt võrdseks juriidilise isiku juhatuse pädevusega.<sup>75</sup> Juhatuse liikmete otsevastutust kolmandate isikute ees tuleks pidada erandlikuks,

<sup>69</sup> EKo C-375/13, p 19. Antud kaasuses oli Brüsseli I määruse alusel õigussuhte kvalifitseerimisel oluline asjaolu, et esitajavõlakirjad olid soetatud vahendaja kaudu (järelturult), mistõttu emitent ise ei saanud võtta lepingulist kohustust investori ees.

<sup>70</sup> EKo C-375/13, p 57.

<sup>71</sup> M. Hint, (viide 61), lk 412.

<sup>72</sup> T. Tampuu, Lepinguvälised võlasuhted. Juura, 2017, lk 175.

<sup>73</sup> Tsiviilseadustiku üldosa seadus – RT I, 30.01.2018, 6.

<sup>74</sup> K. Saare. Eraõigusliku juriidilise isiku organi liikmete õigussuhted, Juridica VII/2010, lk 483 – 484 ning M. Vutt, (viide 52), lk 91.

<sup>75</sup> T. Tampuu, (viide 72), lk 194 – 195.

kuid selline otsevastutus on võimalik eelkõige võlausaldajate ees õigusvastaselt tekitatud kahju korral VÕS § 1043 alusel.<sup>76</sup> Juhtorgani liikme deliktilist vastutust ei välista sellisel juhul asjaolu, et ta pani kahju põhjustanud teo toime juriidilise isik juhtorgani liikme kohustusi täites.<sup>77</sup>

Kui vaadelda juhatuse liikme kohustusi ühinguõiguse põhimõtetest lähtuvalt, siis TsÜS §-st 32 tuleneb kohustus juriidilise isiku aktsionäridele ja juhtorgani liikmetele järgida omavahelistes suhtes hea usu põhimõtet ning arvestada üksteise õigustatud huve. Seega saab ka aktsionäri ning juhatuse liikme vahelist õigussuhet pidada seadusjärgseks õigussuhteks.<sup>78</sup> Juhatuse liikmete otsevastutust osanike või aktsionäride ees üldiselt välistatakse, kuna sisesuhtest tuleneva kohustuse rikkumisega äriühingule tekitatud kahju korral vastutab juhatuse liige äriühingu, mitte osaniku või aktsionäri ees, kuigi äriühingule tekitatud kahju vähendab ka osanikule või aktsionäri kuuluvate osade või aktsiate väärtust.<sup>79</sup> Erandjuhtudel peetakse siiski otsevastutust võimalikuks olukorras kui juhatuse liige rikub nimetatud õigussuhtest tulenevat kohustust, mille eesmärk on muuhulgas osaniku või aktsionäri kaitse.<sup>80</sup> Erialuse aktsionäri kahjunõudeks juhatuse liikme vastu annavad eelkõige aktsionäri huve kaitsvad erisätted, nagu näiteks ÄS § 403 lg 6.<sup>81</sup>

Investorite ning emitendi juhatuse liikme vahel puudub sarnane seadusest tulenev õigussuhe. Samas tulenevad väärtpaberituru avalikustamisreeglitest juhatuse liikmetele kohustused investorite ees. Nagu eespool viidatud, kaitsevad väärtpaberituru reeglid investorite kauplemisega seotud huvi ning seetõttu tuleb ka investori suhet emitendi ning selle juhatuse liikmetega vaadelda väärtpaberituru reeglitega seotud kohustuste läbi, mitte ühinguõiguse põhimõtete kaudu. Emitendi juhatuse liikme vastutus investori ees väärtpaberituru seaduse alusel ei ole sama, mis TsÜS §-st 32 tulenev juriidilise isiku aktsionäride ja juhtorgani liikmete vahelisest õigussuhtest tulenev vastutus. Investor on käesolevas alapunktis toodud käsitluse mõttes samuti kolmas isik, kelle ees võib juhatuse liige vastutada väärtpaberituru regulatsioonidest tulenevate kohustuste rikkumisel, kui vastavate kohustuste eesmärk on kaitsta investori huve.

---

<sup>76</sup> K. Saare jt, (viide 46), lk 178, äärenr 840.

<sup>77</sup> T. Tampuu, (viide 72), lk 199.

<sup>78</sup> K. Saare jt, (viide 46), lk 183, äärenr 868, analüüs osaühingu osaniku ja juhtorgani liikme õigussuhtest ning juhatuse liikme otsevastutusest osaniku ees.

<sup>79</sup> K. Saare jt, (viide 46), lk 182, äärenr 867 ja lk 353 äärenr 1761.

<sup>80</sup> K. Saare jt, (viide 46), lk 183, äärenr 868 ja lk 353 äärenr 1761.

<sup>81</sup> RKTko 3-2-1-7-10, p 30 jj.

## **2. Emitendi poolt avaldatav teave ja investorile antava teabe funktsioon**

### **2.1. Emitendi teabe avaldamist reguleerivad õigusaktid**

Emitendi teabe avaldamise regulatsiooni võib jagada esmase turu ning teise turu reegliteks, tulenevalt eesmärkidest, mida avalikustamiskohustus mõlemal juhul kannab. Euroopa Liidus on paaril viimasel kümnendil finantsturgudega seotud regulatsioone pidevalt täiendatud, peamiselt eesmärgiga tõhustada investorkaitset ning ühtlustada reegleid, mis soodustab liikmesriikide väärtpaberiturgude toimimist ning ühtse finantsturu loomist.<sup>82</sup> Euroopa Liidus vastuvõetud regulatsioonid viitavad ka Rahvusvahelise Väärtpaberijärelevalve Organisatsiooni (IOSCO) vastuvõetud dokumendile "Avalikustamise standardid piiriülesele pakkumisele ja esialgsetele noteeringutele", mis samuti kehtestavad miinimumnõuete tüpoloogia.<sup>83</sup> Avalikustamisreeglite ühtlustamise peamine eesmärk on standardiseerimine, mis prospektiteabe korral võimaldab investoritel lihtsamini võrrelda ning hinnata erinevate investeerimisvõimaluste tugevusi ning nõrkusi.<sup>84</sup>

Väärtpaberite üldsusele pakkumisel või mõnes liikmesriigis asuval või tegutseval reguleeritud turul kauplemisele lubamisel avaldatava prospekti koostamist, kinnitamist ja levitamist käsitlevad nõuded on sätestatud prospektidirektiivis,<sup>85</sup> mis kohustab liikmesriike vastu võtma siseriiklikke regulatsioone prospekti avaldamiseks väärtpaberite avalikul pakkumisel. Eesti õiguses on väärtpaberite avalikul pakkumisel ning reguleeritud turul kauplemisele lubamisel koostatava prospekti koostamise ning kinnitamise nõuded kehtestatud eelkõige VPTS §-des 14<sup>1</sup> – 24. Väärtpaberite, mille pakkumise koguväärtus on vähem kui 5 miljonit eurot väärtpaberite

---

<sup>82</sup> Euroopa Parlamendi Ja Nõukogu direktiiv 2001/34/EÜ, 28. mai 2001, mis käsitleb väärtpaberite ametlikku noteerimist väärtpaberibörsil ja nende väärtpaberite kohta avaldatavat teavet, ELT L 06/07/2001, selgituste p 32 ning prospektidirektiivi selgituste p 18 ja p 19.

<sup>83</sup> International disclosure standards for cross-border offerings and initial listings by foreign issuers. International organization of securities commissions, September 1998. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf> (15.11.2018). IOSCO standarditele on viidatud prospektidirektiivi artikli 7 lg-s 3.

<sup>84</sup> E. Ferran, L. C. Ho, (viide 21), lk 380.

<sup>85</sup> Muudetud järgnevate direktiividega: Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2008/11/EÜ, 11. märts 2008 – ELT L 76, 19.3.2008), lk 37—38; Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2010/73/EL, 24. november 2010 – ELT L 327/1, lk 1—12; Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2013/50/EL, 22. oktoober 2013 – ELT L 294, 6.11.2013, lk 13—27; Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2014/51/EL, 16. aprill 2014 – ELT L 153, 22.5.2014, lk 1—61.

emiteerimise või pakkumise üheaastase ajavahemiku jooksul, avaliku pakkumise, kauplemis- ja noteerimisprospektile esitatavad täpsed nõuded on kehtestatud rahandusministri määrusega.<sup>86</sup> Prospektidirektiivi täiendab Komisjoni määrus 809/2004/EÜ,<sup>87</sup> mis reguleerib peamiselt prospektides esitatavat informatsiooni, formaati ja avaldamise aspekte, andmete esitamist prospektides viidetena ja reklaamide levitamist (*prospektimäärus*).<sup>88</sup> Nimetatud määrust on korduvalt muudetud<sup>89</sup> ning selle alusel on välja antud ka Komisjoni delegeeritud määrusi.<sup>90</sup> Olulise allikana teabe avaldamisel tuleks arvestada ka ESMA soovitude<sup>91</sup> ning küsimuste ja vastuste kohta antud väljaannetega.<sup>92</sup> Uue prospektimääruse rakendamisega tunnistatakse prospektidirektiiv kehtetuks alates 21. juulist 2019.<sup>93</sup>

Saksamaal jõustus prospektidirektiivi rakendamiseks 1. juulil 2005. aastal prospektiseadus, millega muudeti varasemalt kehtinud väärtpaberite müügi prospektiseadust, börsiseadust ja börsile sisenemise korda ning kogu väärtpaberite prospekti puudutav õiguslik raamistik koondati prospektiseadusesse. Prospektiseadus rakendub kõikidele seaduses toodud väärtpaberite avaliku pakkumise või reguleeritud turule sisenemise prospektidele.<sup>94</sup> Väärtpaberite avalik pakkumine, noteerimine ning kauplemisele võtmine on Inglise õiguses reguleeritud FSMA alusel, mille artiklites 84 – 87 on sätestatud üldised kohustused prospekti koostamiseks. Detailsemad reeglid on sätestatud FCA (*Financial Conduct Authority* ehk finantsjärelevalveasutus) juhendis prospektireeglite, avalikustamisreeglite, läbipaistvusreeglite ning noteerimisreeglitega, mis rakendavad ka EL-i direktiive.<sup>95</sup>

Kui väärtpaberid on võetud kauplemisele reguleeritud turul, siis siseteabe andmine on reguleeritud turukuritarvituse määruse ning perioodilise teabe avaldamine

---

<sup>86</sup> Nõuded väärtpaberite avaliku pakkumise, kauplemis- ja noteerimisprospektile, Rahandusministri määrus 09.01.2006 nr 4, RT I, 18.07.2012, 4.

<sup>87</sup> Komisjoni määrus (EÜ) nr 809/2004, 29. aprill 2004, millega rakendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2003/71/EÜ, mis puudutab prospektides sisalduvat informatsiooni nagu ka selliste prospektide formaati, andmete esitamist viidetena ja selliste prospektide avaldamist ning reklaamide levitamist - ELT L 149, 30.4.2004, peatükk 06, köide 007 lk 307 – 412.

<sup>88</sup> Prospektimääruse põhjenduste p 1.

<sup>89</sup> Muudetud järgnevate määrustega: Komisjoni määrus (EÜ) nr 1787/2006, 4. detsember 2006 - ELT L 337, 5.12.2006, lk 17—20; Komisjoni määrus (EÜ) nr 211/2007, 27. veebruar 2007 - ELT L 61, 28.2.2007, lk 24—27; Komisjoni määrus (EÜ) nr 1289/2008, 12. detsember 2008 - ELT L 340, 19.12.2008, lk 17—19.

<sup>90</sup> Komisjoni delegeeritud määrus (EL) nr 311/2012, 21. detsember 2011 - ELT L 103, 13.4.2012, lk 13—14; Komisjoni delegeeritud määrus (EL) nr 486/2012, 30. märts 2012 - ELT L 150, 9.6.2012, lk 1—65; Komisjoni delegeeritud määrus (EL) nr 862/2012, 4. juuni 2012 - ELT L 256, 22.9.2012, lk 4—13; Komisjoni delegeeritud määrus (EL) nr 621/2013, 21. märts 2013 - ELT L 177, 28.6.2013, lk 14—14; ning Komisjoni delegeeritud määrus (EL) nr 759/2013, 30. aprill 2013 - ELT L 213, 8.8.2013, lk 1—9.

<sup>91</sup> Veebis kättesaadav <https://www.esma.europa.eu/databases-library/esma-library> (09.12.2018).

<sup>92</sup> Questions and Answers Prospectuses 28th updated version – March 2018, ESMA.

<sup>93</sup> Uue prospektimääruse artikkel 46.

<sup>94</sup> D. Van Gerven (ed.) *Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe: Volume 2*, Cambridge University Press, Cambridge 2009 (Ebook Central), lk 88 – 89.

<sup>95</sup> FCA (Financial Conduct Authority) Handbook, (<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook>) (18.04.2019).

läbipaistvusdirektiivi kaudu. Eestis on perioodilise teabe avaldamine reguleeritud VPTS §-de 184<sup>10</sup> – 184<sup>13</sup> alusel. Turukuritarvituse määrus on asendanud suure hulga siseriiklikke õigusakte ning loob ühtse regulatsiooni turu terviklikkuse jaoks.<sup>96</sup> VPTS §-s 7<sup>2</sup> on määratletud *korraldatud teabe* mõiste, mis hõlmab nii siseteavet turukuritarvituse määruse kui perioodilist teavet läbipaistvusdirektiivi mõistes. Sarnane põhimõte tuleneb ka läbipaistvusdirektiivist, mille alusel korraldatud teave sisaldab nii vastava direktiivi kui turukuritarvituse määruse alusel avaldatavat teavet.<sup>97</sup> Saksa õiguses lähtutakse korraldatud teabe avaldamisel lisaks turukuritarvituse määrusele WpHG teabe avaldamist reguleerivatest sätetest. Inglise õiguses on korraldatud teabe avaldamine reguleeritud FSMA alusel, mida täiendavad FCA juhendid.

Korraldatud teave hõlmab ka aktsiaosalustega seotud teavet, mille andmise eest vastutavad VPTS § 185<sup>1</sup> alusel aktsionärid ning muud isikud VPTS § 10 lg 3 mõistes. Emitent korraldab aktsiaosalustega seotud teabe viivitamata avaldamise VPTS § 186 alusel. Käesolevas magistritöös aktsiaosalustega seotud teabe avaldamist pikemalt ei käsitleta.

Kuigi nii avaliku pakkumise kui ka korraldatud teabe andmine on reguleeritud Euroopa Liidus ühtselt, siis tsiviilvastutuse regulatsioon on jäänud liikmesriikide pädevusse, ja ainult prospektivastutuse korral tulenevad vastavad juhised prospektidirektiivi artiklist 6. Eestis on hüvitamiskohustus seoses prospektis esitatud ebaõige teabega sätestatud VPTS §-s 25,<sup>98</sup> samas korraldatud teabe avalikustamisel sarnased vastutussätted puuduvad, ehk siis kahju hüvitamisel tuleks lähtuda TsÜS-i ning VÕS-i põhimõtetest. Saksamaal on prospektis esitatud ebaõige teabega tekitatud kahju hüvitamine reguleeritud WpPG § 21 – 25 ning vastutus teisesel turul ebaõige või avaldamata teabe eest WpHG § 97 – 98 alusel. Enne erisäete vastuvõtmist seoses vastutusega kapitaliturgudele antava teabe eest toimus kahju hüvitamine Saksa tsiviilseadustiku<sup>99</sup> (edaspidi BGB) kahju hüvitamise sätete alusel, mis reguleerivad eelkõige heade kommete vastast tahtlikku käitumist ning seadusest tuleneva kohustuse rikkumist.<sup>100</sup> Inglise õiguses on vastutus seoses prospektis esitatud ebaõige teabe avaldamisega ning järelturul väärtpaberite kohta antava teabega reguleeritud vastavalt FSMA artiklite 90 ning 90A alusel ning kahju hüvitamisega seotud asjaolusid täiendavad FCA juhendid.

---

<sup>96</sup> W. Sawitt (ed). The Securities Litigation Review, 4th edition. Law Business Ltd, 2018, lk 132.

<sup>97</sup> Läbipaistvusdirektiivi artikkel 2 lg 1 p (k) viitab enne turukuritarvituse määrust kehtinud Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivile 2003/6/EÜ, 28. jaanuar 2003, siseringitehingute ja turuga manipuleerimise (turukuritarvitamise) kohta - ELT L 96, 12.4.2003, lk 16–25 (kehtetu), kuid turukuritarvituse määruse artikli 17 lg 1 alusel toimub ka siseteabe avalikustamine läbipaistvusdirektiivi artiklis 21 osutatud ametlikult kindlaksmääratud süsteemis.

<sup>98</sup> Kahju hüvitamise sätted kehtivad nii avaliku pakkumise prospektile, noteerimisprospektile vastavalt VPTS §-le 158 ning kauplemisprospektile vastavalt VPTS 132<sup>1</sup> lg 3.

<sup>99</sup> Bürgerliches Gesetzbuch, BGBI. I S. 42, 2909; 2003 I S. 738.

<sup>100</sup> W. Sawitt, (viide 96), lk 135.

## 2.2. Väärtpaberite avalikul pakkumisel antav teave

Enne väärtpaberite ostmist vajab investor piisavat teavet väärtpaberite, sellega seotud õiguste, emitendi äritegevuse ning investeringuga seotud riskide kohta. IPO-de turge saadab oluline informatsiooni asümmeetria emitentide ning investorite vahel. Emitentidel ning selle juhtidel on oluline informatsiooni eelis investorite ees. Siseteave äriühingu kohta võimaldab neil hinnata pakutava kapitali väärtust palju täpsemalt kui see on võimalik välistel investoritel, kel puudub teabele ligipääs.<sup>101</sup>

Väärtpaberipropekt on vastavalt VPTS §-le 14<sup>1</sup> lg 1 teave väärtpabereid emiteeriva äriühingu ning emiteeritavate väärtpaberite kohta. Avaliku pakkumise prospekt peab sisaldama informatsiooni emitendi, selle majandustegevuse, finantsseisundi, tulevikuväljavaadete ning pakutavate väärtpaberite kohta, mis on piisav investoritele investeerimisotsuse tegemiseks.<sup>102</sup> Prospektidirektiivis on sätestatud, et teave emitendi majandusliku olukorra ja väärtpaberitega seotud õiguste kohta peab olema piisav ja võimalikult erapooletu ning tuleks esitada hõlpsasti analüüsital ja arusaadaval kujul.<sup>103</sup> Prospekti võib koostada ühe dokumendina või eraldiseisvalt kolmeosalisena, millest viimane koosneb registreerimisdokumendist (teave emitendi kohta), väärtpaberikirjeldusest (teave pakutava või kauplemisele võetava väärtpaberi kohta) ja kokkuvõttest.<sup>104</sup> Prospekti kokkuvõtte peaks olema peamine teabeallikas jaeinvestorite jaoks. See on prospektist sõltumatu, lühike, selge ja sihtinvestoritele kergesti arusaadav. Kokkuvõttes tuleks keskenduda põhiteabele, mida investorid vajavad, et otsustada, milliste väärtpaberite pakkumise ja kauplemisele lubamisega nad lähemalt tutvuvad.<sup>105</sup> Juhul kui väärtpaberite avaliku pakkumise prospekt tuleb koostada, ei eristata enam, kas prospekti lugejateks on jae- või kutselised investorid, kuna teave tuleb anda üldsusele samade põhimõtete alusel.<sup>106</sup>

---

<sup>101</sup> H. Dietl, Capital Markets and Corporate Governance in Japan, Germany and the United States: Organizational Response to Market Inefficiencies, Routledge 18.12.1997 (Ebook Central), lk 34.

<sup>102</sup> VPTS § 14<sup>1</sup> alusel peab prospekt andma infot ka iga garantii andja kohta.

<sup>103</sup> Prospektidirektiivi selgituste p 20 ning artikkel 5.

<sup>104</sup> Prospektidirektiivi artikkel 5 lg 3.

<sup>105</sup> Direktiivi 2010/73/EÜ selgituste p 15. Prospektidirektiivi artikli 5 lg 2 p (a) on sätestatud, et kokkuvõtet tuleks käsitleda prospekti sissejuhatusena ning vastavalt selgituse p-le 21 peaks prospektis sisalduma kokkuvõtte emitendi, võimalike tagajate ja väärtpaberite põhilistest tunnusjoontest ja nendega seotud riskidest. Selle teabe kerge kättesaadavuse tagamiseks tuleks kokkuvõtte kirjutada üldkeeles ja see ei tohiks tavaliselt olla pikem kui 2500 sõna keeles, milles prospekt algselt koostati.

<sup>106</sup> J. Armour jt, (viide 15), lk 167 – 169.

Autori arvates tuleb tähelepanu pöörata sellele, kui palju on prospektis faktilist teavet ning kui palju hinnanguid. Kui faktilise teabe korral on hiljem võimalik õigsust kontrollida, siis hinnangute puhul saab ainult vaadata, kui palju antavad hinnangud vastavad tegelikkusele, kuid ebaõige teabe avaldamist on hinnangute puhul keerulisem tõendada. Kuna finantsinstrumendi väärtuse investorite jaoks loob tegelikult nendest tulevikus saadav kasum, siis oleks investoritel oluliselt suurem huvi võimalike tulevikuprognoside vastu.<sup>107</sup> Siinkohal on Euroopa Liidu regulatsioonis mindud konservatiivset teed ning väärtpaberite avaliku pakkumise prospektid ei sisalda üldjuhul tulevikuprognose. Võrdlusena võib öelda, et muidu rangete avalikustamismõuetega USA väärtpaberituru reeglid vastupidi julgustavad tulevikku suunatud teabe avaldamist, kehtestades nn „*Safe Harbour*“ tingimused, mil sellist teavet ei peeta pettuslikuks.<sup>108</sup>

Prospektidirektiivi ja selle alusel välja antud õigusaktide ning käesoleva töö koostamise käigus läbivaadatud prospektide põhjal võib järeldada, et prospektis avaldatav informatsioon on peamiselt faktiline, sisaldades andmeid emitendi, selle finantstulemuste, väärtpaberite ning kauplemisele võtmisega seotud tingimuste kohta. Pigem hinnanguliseks võib pidada kaasnevate riskidega seotud infot. Vastavalt prospektimääruse artiklile 2 on riskitegurid loetelu riskidest, mis on eriomased emitendi ja/või väärtpaberite olukorrale ning mis on olulised investeerimisotsuse tegemisel. Uue prospektimääruse kohaselt peaks riskitegurite puhul piirduma nendega, mis on olulised ning emitendile ja tema väärtpaberitele omased ja mida prospekti sisu kinnitab. Prospekt ei peaks sisaldama riskitegureid, mis on üldised ja mille eesmärk on üksnes vastutuse välistamine, kuna need võivad varjata konkreetsemaid riskitegureid, millest investorid peaksid teadlikud olema.<sup>109</sup>

Avalikul pakkumisel esitatavate finantsaruannete kohta tuleneb nii prospektidirektiivist kui ka prospektimäärusest nõue avalikustada esialgne finantsteave rahvusvaheliste raamatupidamisstandardite kohaselt.<sup>110</sup> Teatud juhtudel võib esitatav teave sisaldada ka kasumiprognose,<sup>111</sup> mis peavad sellisel juhul olema võrreldavad varasema finantsteabega ning sisaldama sõltumatu audiitori koostatud aruannet, et audiitori arvates on prognoos või hinnang koostatud nõuetekohaselt vastavalt kasumiprognoside koostamisele esitatavatele

---

<sup>107</sup> J. Armour jt, (viide 15), lk 176.

<sup>108</sup> J. Armour jt, (viide 15), lk 177.

<sup>109</sup> Uus prospektimäärus, selgituste p 54.

<sup>110</sup> Prospektidirektiiv Lisa I, prospektimäärus artikkel 35.

<sup>111</sup> Vastavalt prospektimääruse artiklile 2 p 10 väljendab kasumiprognos selgelt või mõistaandvalt numbrit või miinimum- või maksimumnumbrit kasumi või kahjumi tõenäolise taseme kohta jooksvaks finantsperioodiks ja/või sellele järgnevateks finantsperioodideks, või sisaldab andmeid, millest võib sellise tulevaste kasumi või kahjumi numbri arvutada isegi siis, kui ei mainita ühtegi konkreetset numbrit ning sõna "kasum" ei kasutata.

põhimõtetele<sup>112</sup> ning on kooskõlas emitendi raamatupidamisarvestuse reeglitega.<sup>113</sup> Käesoleva töö koostamisel läbivaadatud prospektides kasumiproгноose ei avalikustatud ning prospekti koostamise reeglitest ei tulene ka vastavat nõuet. ESMA on oma suunistes täpsustanud muuhulgas nõudeid tulemuslikkusnäitajate ja suhtarvude esitamisel, mis kohustavad emitente avalikustama suhtarvude täpsed komponendid ning võrdlusnäitajad ja keelatud on kasutada ka liialt optimistlikke või positiivseid viiteid nagu "garanteeritud kasum" või "kaitstud kasum".<sup>114</sup>

Kokkuvõtvalt võib järeldada, et prospektis esitatav informatsioon peab põhinema faktidel, hinnangute ning prognooside avalikustamine peab vastama teatud nõuetele ning vältida tuleb liigselt optimistlikku sõnastust. Kuigi prospektis avaldatav informatsioon on oluline eelkõige selleks, et turuosalistel oleks võimalik kindlaks määrata väärtpaberite hind, siis tulenevalt prospektidirektiivi artikli 8 lg-st 1 on võimalik jätta kindel turuhind ning pakutavate väärtpaberite kogus määramata kui prospektis avalikustatakse kriteeriumid, mille põhjal eespool nimetatud tegurid kindlaks määratakse, või hinna puhul kõrgeim hind.

Vastavalt prospektidirektiivi artikli 8 lg-le 2 võib prospektist väärtpaberiturujärelevalve asutuse nõusolekul tundliku teabe erandkorras välja jätta eelkõige juhul, kui sellise teabe avalikustamine oleks vastuolus üldiste huvidega, teabe avalikustamine kahjustaks tõsiselt emitenti või teabel on teatava pakkumise või reguleeritud turul kauplemisele lubamise seisukohast vähene tähtsus. Kuna prospekti koostamise ja kinnitamise ning väärtpaberite avaliku pakkumise või kauplemisele võtmise vahele jääb kuni nädalate pikkune vahemik, siis selle aja jooksul võivad asjaolud muutuda või ilmnedavad vead prospekti koostamisel.<sup>115</sup> Prospekti lisa koostatakse juhul, kui pärast prospekti kinnitamist, kuid enne üldsusele pakkumise lõppemist või reguleeritud turul kauplemise alustamist ilmneb olulist infot, mis on seotud prospektis sisalduva teabega ja mis võib mõjutada väärtpaberite kohta hinnangu andmist.<sup>116</sup>

---

<sup>112</sup> Tulevikuproгноoside auditeerimist reguleerib rahvusvaheline auditeerimisstandard „International Standard on Assurance Engagements 3400. The Examination of Prospective Financial Statements.“ Tulevikuproгноoside koostamine ei ole otseselt finantsaruandluse standarditega reguleeritud, aga olulisemad põhimõtted tulenevad standarditest „International Accounting Standard 36. Impairment of Assets“ ning „IFRS 13. Fair Value measurement“.

<sup>113</sup> Reeglid tulevikuproгноoside avalikustamise osas on ette nähtud nt Komisjoni delegeeritud määruse 486/2012/EL lisa XXIII p-s 8, mis sätestab aktsiate registreerimise dokumendi puhul ette nähtud avalikustamise miinimumnõuete proportsionaalne nimekirja eelisostu emissioonide korral.

<sup>114</sup> Suunised. Alternatiivsed tulemuslikkusnäitajad. European Securities and Markets Authority, p 20, 22, 23, 26.

<sup>115</sup> R. Panasar, P. Boeckman (editors), European securities law (2<sup>nd</sup> edition). Oxford University Press, 2014, lk 33-34.

<sup>116</sup> Direktiivi 2010/73/EÜ, art 1 (muudatus prospektidirektiivi artiklis 16), VPTS § 23, WpPG § 16, FCA Handbook artikkel PR 3.4.



### 2.3. Väärtpaberitega kauplemisel antav teave

Reguleeritud turul ei ole avalikustamine ühekordne toiming, vaid pidev protsess. Kui emitendi, tema äritegevuse ning väljavaadetega seotud asjaolud muutuvad, kuid turg ei ole muutustest teadlik, võivad olla riskid valesti hinnatud ning väärtpaberite müügist saadav või soetamisel makstav hind vastavalt liiga madal või liiga kõrge.<sup>117</sup> Peale väärtpaberite reguleeritud turul kauplemisele võtmist ning esialgse hinna kindlaksmääramist peavad investorid olema emitendi poolt informeeritud muutustest ning olulistest asjaoludest. Kõige olulisemad muutused on need, mis omavad olulist mõju aktsiate hinnale.<sup>118</sup>

Investoritele teisesel turul antava teabe võib jagada perioodiliseks ning sündmustest tulenevaks (*ad hoc*) teabeks. Euroopa Liidus tuleneb *ad hoc* teavituste nõue eelkõige siseteabe regulatsioonist. Vastavalt turukuritarvituse määruse põhjendustele tuleks turuosaliste jaoks õiguskindlust suurendada, määrares täpsemalt kindlaks kaks siseteabe mõiste puhul esmatähtsat elementi, nimelt kõnealuse teabe täpset laadi ja selle võimalikku mõju finantsinstrumentide.<sup>119</sup> Tulenevalt turukuritarvituse määruse artiklis 7 lg 1 esitatud siseteabe mõistest on siseteave defineeritud kui täpset laadi avalikustamata teave, mis on otseselt või kaudselt seotud ühe või mitme emitendiga või ühe või mitme finantsinstrumendiga ning mis avaldaks avalikustamise korral tõenäoliselt märkimisväärset mõju nende finantsinstrumentide hinnale. Vastavalt viidatud artikli lõikele 2 peetakse täpseks, kui see viitab asjaoludele, mis on ilmnunud või mille ilmnemist võib mõistliku eelduse kohaselt oodata, või sündmusele, mis on toimunud või mille toimumist võib mõistliku eelduse kohaselt oodata, ja kui see on sedavõrd üksikasjalik, et võimaldab teha järelduse mõju kohta, mida need asjaolud võivad avaldada finantsinstrumentide hinnale. Vastavalt turukuritarvituse määruse art 17 lg 1 avalikustatakse siseteave sellisel viisil, mis võimaldab avalikkusel sellele kiire juurdepääsu ning seda täielikult, täpselt ja õigeaegselt hinnata.

Turud vajavad ka regulaarseid aruandeid, sealhulgas finantsaruandeid, andmaks ülevaadet emitendi finantsseisundist ning tulemustest, mis on olulised väärtpaberi turuhinna seisukohalt. Regulaarsetesse aruannetesse on kogutud ka olulised perioodi jooksul toimunud sündmused, kuna vastasel juhul võib turul olev info muutuda investoritele hoomamatuks.<sup>120</sup> Majandusaasta aruanne peaks kindlustama iga-aastase teabe avaldamise pärast seda, kui emitendi väärtpaberid

---

<sup>117</sup> R. Panasar, P. Boeckman, (viide 115), lk 35.

<sup>118</sup> R. Panasar, P. Boeckman, (viide 115), lk 10.

<sup>119</sup> Turukuritarvituse määrus, põhjenduste p 18.

<sup>120</sup> R. Panasar, P. Boeckman, (viide 115), lk 38.

on lubatud reguleeritud turule.<sup>121</sup> Kuna aruanded peavad olema võimalikult usaldusväärsed, kehtib esitatava finantsteabe osas määruse 1606/2002/EÜ<sup>122</sup> artiklist 4 ning raamatupidamise seaduse (edaspidi RPS)<sup>123</sup> § 17 lg-st 2 tulenev nõue koostada börsil noteeritud äriühingute raamatupidamise aastaaruanded kooskõlas rahvusvaheliste raamatupidamisstandarditega. RPS §-s 24<sup>1</sup> on sätestatud täiendavad avalikustamiskohustused reguleeritud väärtpaberituru emitendi tegevusaruandele ning §-s 24<sup>2</sup> kohustus koostada ühingujuhtimise aruanne.

Ka korraldatud teabe avaldamisel on sätestatud eraldi reeglid finantsproгноoside avaldamisele, näiteks Nasdaq'i regulatsioonides on sätestatud nõue, et kui emitent otsustab avalikustada finantsproгноosid järgnevateks aruandeperioodideks, peab emitent selgitama hinnanguid ja asjaolusid, millel proгноosid põhinevad. Juhul kui peale proгноoside avalikustamist on põhjust arvata, et need erinevad tegelikest finantstulemustest enam kui 10% võrra, on emitent kohustatud viivitamatult parandama proгноose ning selgitama asjaolusid, mis on põhjustanud kõrvalekalde. Kui eeldused, millel proгноosid põhinevad, ei realiseeru plaanilt, on emitent kohustatud vastava info avalikuks tegema.<sup>124</sup>

Kokkuvõtvalt võib öelda, et kuigi prospektiregulatsioon ning korraldatud teabe regulatsioon puudutavad mõlemad emitendi kohta antavat teavet, siis avaliku pakkumise prospekt peab sisaldama kogu informatsiooni emitendi, selle majandustegevuse, finantsseisundi, tulevikuväljavaadete ning pakutavate väärtpaberite kohta, mis on vajalik investoritele esialgse investeerimisotsuse tegemiseks. Järelturul kauplemisel on oluline eelkõige informatsioon, mis avaldab märkimisväärsset mõju finantsinstrumendi hinnale.

## **2.4. Investorile antava teabe funktsioon**

Finantsteabe reguleerimisel tuleb eristada selle peamiseid eesmärke – finantsturgude kaitset ning turuosaliste, eelkõige investorite kaitset. Finantsregulatsioon mõjutab üht olulisemat osa majandussüsteemist, ehk siis finantssüsteemi. Efektiivse turu teooria järgi kajastavad turuhinnad alati täielikult olemasolevat informatsiooni.<sup>125</sup> Turutõrgeteks peetakse turgude

---

<sup>121</sup> Direktiiv 2004/109/EÜ, põhjenduste p 10.

<sup>122</sup> Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EÜ) nr 1606/2002, 19. juuli 2002, rahvusvaheliste raamatupidamisstandardite kohaldamise kohta - EÜT L 243, 11.9.2002, lk 1—4.

<sup>123</sup> Raamatupidamise seadus – RT I, 09.05.2017, 30.

<sup>124</sup> Nasdaq Baltic. Nõuded emitentidele (16.07.2018), lk 18. <https://www.nasdaqbaltic.com/files/baltic/NE-16-07-2018-est-clean.pdf> (21.04.2019).

<sup>125</sup> E. F. Fama, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. Source: The Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. December, 28-30, 1969, lk 384.

ebaõnnestumist saavutada selline majanduslikult efektiivne tulemus, mida neilt tavapäraselt oodatakse. Selline olukord näitab vajadust sekkuda ning võtta kasutusele meetmed turutõrgete eemaldamiseks.<sup>126</sup> Üheks peamiseks finantstoodete ja teenustega seotud probleemiks on see, et nende tarbijad on oluliselt vähem informeeritud kui nende müüjad. Sellist olukorda, kus ostja on müüjast vähem informeeritud, nimetatakse informatsiooni asümmeetriaks.<sup>127</sup> Finantsturgudel esinev informatsiooni asümmeetria on sageli väga tugev ning ka periood alates investori poolt investeeringu tegemisest kuni raha tagasisaamiseni võib olla väga pikk, kui samas väärtpaberite pakkuja poolt antud esmased garantiid ning usaldus võivad tegelikkuses muutuda väärtusetuks.<sup>128</sup>

Ka Euroopa Liidu väärtpaberituru regulatsioonide vastuvõtmisel on välja toodud mõlemad eesmärgid. Uue prospektimääruse põhjendustes on selgitatud prospekti avaldamise kohta, et teabe esitamine, mis vastavalt emitendi ja väärtpaberite olemusele on vajalik selleks, et investorid saaksid teha teadliku investeerimisotsuse, tagab koos äritegevuse reeglitega investorite kaitse. Peale selle on selline teave tõhus vahend väärtpaberite vastu usalduse suurendamisel, aidates seeläbi kaasa väärtpaberiturgude nõuetekohasele toimimisele ja arengule.<sup>129</sup> Läbipaistvusdirektiivi selgituste põhjal on väärtpaberite emitentide kohta täpse, ammendava ja õigeaegse teabe avalikustamine aluseks investorite usaldusele ning võimaldab anda informeeritud hinnangut nende äritegevusele ja varalisele seisule. See suurendab nii investorite kaitset kui turu efektiivsust.<sup>130</sup> Autori arvates on finantsturgudel teabe avaldamist reguleerivate õigusaktide kontekstis oluline eristada, kas teatud normi eesmärk on kaitsta turgu üldiselt või investorit. Investorile tekivad subjektiivsed õigused eelkõige siis, kui normi eesmärk on kaitsta investorit ebaõige teabe esitamisega tekkiva kahju eest.<sup>131</sup>

Nagu eespool kirjeldatud, on informatsiooni ebasümmeetria kõige suurem väärtpaberite esmasel pakkumisel, mistõttu on ka avalikul pakkumisel antav teave Euroopa Liidus süsteemselt ja ühtselt reguleeritud. Enamus investeerimisotsuseid ei tehta mitte selle üle kas osta, vaid kas antud investeeringut tasub konkreetse hinnaga osta.<sup>132</sup> Seega prospekti tuleks

<sup>126</sup> J. Armour jt, (viide 15), lk 51 - 52.

<sup>127</sup> J. Armour jt, (viide 15), lk 55.

<sup>128</sup> J. Armour jt, (viide 15), lk 56.

<sup>129</sup> Uue prospektimääruse põhjenduste p 7.

<sup>130</sup> Läbipaistvusdirektiivi põhjenduste p 1.

<sup>131</sup> Võrdluseks võib tuua, et Tallinna Ringkonnakohus on lahendis [2-14-18162/45](#) analüüsinud, kas väärtpaberituru regulatsioonides sätestatud turumanipulatsiooni keelu eesmärk on tagada väärtpaberituru usaldusväärne toimimine ning see, et väärtpaberiturul toimiks aus ja läbipaistev kauplemine või on turumanipulatsiooni keelu eesmärgiks kannatanu kaitsmine puhtmajandusliku kahju eest ja jõudnud järeldusele, et turumanipulatsiooni keelu eesmärgiks ei ole kannatanu kaitsmine puhtmajandusliku kahju eest (otsuse p-d 49 ja 50).

<sup>132</sup> On väga vähe investeringuid, mida investorid ei puutuks ühegi hinnaga, seega enamjaolt ongi küsimus hinnas. R. Panasar, P. Boeckman, (viide 115), lk 10.

käsitleda kui dokumenti, mis aitab turul ja selle osalistel kindlaks määrata väärtpaberite turuhinda.<sup>133</sup> Oluline on siinkohal välja tuua, et üks peamine ettevõtte väärtuse hindamise meetodeid on diskonteeritud rahavoogude meetod, mille järgi sõltub ettevõtte väärtus tulevikus teenitavate rahavoogude suurusel, mida on kaalutud nii riskitaseme, omanike nõutava tulunormi kui muude teguritega. Diskonteeritud rahavoogude meetod on üks peamisi viise börsil mitte noteeritud ettevõtete väärtuse leidmiseks.<sup>134</sup> Avaliku pakkumise prospektid üldjuhul ei sisalda teavet algse pakkumise hinna arvutamise metoodika kohta,<sup>135</sup> seega hoolimata detailsest prospektiregulatsioonist puudub võimalikul investoril tegelikult teave, millistel eeldustel on pakkumise hind välja kujunenud. Ka suhtarvude meetodi kohta on öeldud, et kuigi ajalooliste andmete alusel on seda märgatavalt lihtsam teha, sisaldavad sellisel kujul leitud suhtarvud endas tunduvalt vähem informatsiooni.<sup>136</sup>

Ka aktsiate lõplik märkimishind ei sõltu ainult finantsanalüüsi meetoditel määratud aktsia väärtusest, vaid aktsiate lõplik märkimishind kujuneb omakorda avaliku pakkumise käigus tekkiva nõudluse tulemusel, mida nimetatakse *bookbuilding* protsessiks.<sup>137</sup> Üldjuhul viiakse aktsiate pakkumised läbi selliselt, et prospektis määratakse aktsiate märkimishinna võimalik ulatus (sh maksimaalne hind) ning lõplik hind määratakse peale pakkumisperioodi lõppu.<sup>138</sup>

Uues prospektimääruses on pööratud tähelepanu turupraktikale, mille kohaselt prospekt ei sisalda pakutavate väärtpaberite lõplikku pakkumishinda ja/või kogust.<sup>139</sup> Juhul kui prospektis ei ole määratud maksimaalset hinda, siis tuleb avalikustada hindamismeetodid või tingimused, mille põhjal määratakse kindlaks väärtpaberite hind, ning iga kasutatud hindamismeetodi selgitus, nagu diskonteeritud rahavoogude meetod, võrdlusrühma analüüs või mõni muu üldtunnustatud hindamismeetod. Selgituste kohaselt peaksid hindamismeetodid ja –kriteeriumid olema piisavalt täpsed, et hind oleks prognoositav ja investoritele oleks tagatud kaitse, mis on sarnane maksimaalse pakkumishinna avalikustamisel tagatud kaitsega. Siinkohal

<sup>133</sup> R. Panasar, P. Boeckman, (viide 115), lk 10.

<sup>134</sup> Investeerimisõpik. Fundamentaalne analüüs. Tekstid pärinevad raamatust "Investeerimise teejuht", välja antud koostöös Tallinna Börsiga (kirjastus: Äripäev 2007).  
<https://fp.lhv.ee/academy/investmentguide/347?locale=et#mark01> (21.04.2019).

<sup>135</sup> Magistritöö koostamisel läbivaadatud prospektides oli aktsia hinna kujunemise kohta üldjuhul info, et see kujuneb nt nõudluse tulemusel, kuid prospektid ei sisalda infot, kuidas on kindlaks määratud algne hinnatase.

<sup>136</sup> Investeerimisõpik. Fundamentaalne analüüs (viide 134).

<sup>137</sup> *Bookbuilding* protsessi kohta täpsemalt E. Ferran, L. C. Ho, (viide 21), lk 372.

<sup>138</sup> Pakkumishinna märkimist prospektis reguleerib prospektidirektiivi artikkel 8 lg 1 ning VPTS § 17 lg 3. Näiteks AS-i Ekspress Grupp 16.03.2007 avaliku pakkumise prospektis on esitatud minimaalne ja maksimaalne pakkumise hind ning viidatud, et lõplik hind kujuneb *bookbuilding* protsessi tulemusel (lk 1) ning täpsemalt on lõpliku hinna kujunemist selgitatud lk 26.

<sup>139</sup> Uue prospektimääruse selgituste p 55 ja artikkel 17. Nii VPTS § 35 lg 1<sup>1</sup> kui uue prospektimääruse artikkel 17 sisaldavad reegleid, mille alusel emitent või pakkuja on kohustatud väärtpaberid tagasi ostma või märkimise käigus saadu tagastama kui avalikustatud prospekt ei sisaldanud pakutavate väärtpaberite lõplikku müügihinda ja arvu ega nõutud teavet nende määramise kohta.

ei oleks üksnes viide investorite nõudluse väljaselgitamise meetodile hindamismeetodi või -kriteeriumina vastuvõetav, kui maksimaalne hind ei ole prospektis märgitud.<sup>140</sup>

Kokkuvõtvalt võib järeldada, et kuigi väärtpaberite avalikul pakkumisel antav teave peaks hõlmama infot, mis on vajalik investeerimisotsuse tegemiseks, siis investor saab teha otsuse prospektis sisalduva faktilise teabe põhjal, kuid samas ei ole märkimishinna kujunemine investori jaoks prospektist selgelt välja loetav.

Ka järelturul on emitenti puudutav info väga oluline võrdsetel alustel tehingute tegemiseks. Nagu eelnevalt kirjeldatud, toimub sellise korraldatud teabe andmine nii *ad hoc* teavituste kui ka perioodiliste aruannete näol. Küsimust, kas teatud sündmus klassifitseerub siseteabeks, tuleb hinnata objektiivsete kriteeriumide näol ning see sõltub igakordselt faktidest.<sup>141</sup> Arvestades fakte tuleks hinnata, kas sündmus võiks tõenäoliselt omada märkimisväärset mõju aktsiate hinnale. Ka siseteabe kriteeriumitele vastava info avaldamisel ei pruugi samas toimuda muutuseid väärtpaberite hindades või ei toimu hilisemad muutused sõltuvalt antud teabest, vaid muudest asjaoludest.<sup>142</sup> See teeb siseteabe avaldamise ning nende võimaliku mõju hindamise osapooltele keeruliseks. Veel komplitseeritumaks teeb olukorra nn *strategic silence*<sup>143</sup> ehk teadlikult valitud teabe avaldamata jätmine, kus tagantjäreli on keerulisem hinnata, millist mõju teave oleks võinud avaldada finantsinstrumentide hinnale.

Lahendis *Markus Geltl versus Daimler AG*<sup>144</sup> on Euroopa Kohus selgitanud nii täpse teabe mõistet kui teatava perioodi jooksul toimunud sündmuste mõju. Otsus on tehtud enne turukuritarvituse määruse jõustumist kehtinud turukuritarvituse direktiivi 2003/6/EÜ, seda rakendava komisjoni direktiivi<sup>145</sup> ning Saksa siseriikliku õiguse põhjal.<sup>146</sup> Vastavalt eelotsusetaotlusele tekkis pärast Daimleri 6. aprillil 2005 toimunud aktsionäride üldkoosolekut äriühingu juhatuse esimehel Schrempp'il soov ennetähtaegselt ametist tagasi astuda. 27. juulil 2005 aasta kell 17:00 toimunud koosolekul otsustas nõukogu juhtivkomitee teha nõukogule, mille koosolek pidi toimuma järgmisel päeval, ettepaneku see lahkumine ja uue juhatuse esimehe ametikohale nimetamine heaks kiita. 28. juulil 2005 otsustas Daimleri nõukogu, et

<sup>140</sup> Uue prospektimääruse selgituste p 55.

<sup>141</sup> S. Clarke, *Insider Dealing. Law and Practice*. Oxford University Press, 2013, lk 56.

<sup>142</sup> S. Clarke, (viide 141), lk 57.

<sup>143</sup> Sellisest teabe avaldamata jätmisest ning sisetehingutest on tehtud uurimus nt „*Strategic silence, insider selling and litigation risk*“. *Journal of Accounting and Economics* Volume 59, Issues 2–3, April–May 2015

<sup>144</sup> EKo C-19/11, *Markus Geltl versus Daimler AG*, 28.06.2012.

<sup>145</sup> Komisjoni direktiiv 2003/124/EÜ 22.12.2003, 22. detsember 2003, millega rakendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2003/6/EÜ seoses siseteabe määratluse ja avalikustamisega ning turuga manipuleerimise määratlusega, ELT L 339, 24.12.2003, lk 70–72, artikkel 1. Direktiivis on sätestatud sisetehingute mõiste sarnaselt nagu kehtivas turukuritarvituse määruses.

<sup>146</sup> EKo C-19/11, p 10.

Schrempp lahkub ametist aasta lõpus ning talle määrati asendaja. Antud teave avalikustati börsil ning Daimleri aktsia hind, mis oli juba tõusnud pärast 2005. aasta teise kvartali majandustulemuste avaldamist samal hommikul, kerkis pärast selle teate avaldamist märkimisväärselt. Gertl ja paljud teised investorid olid Daimleri aktsiad müünud enne nimetatud otsuse avalikustamist. Nad esitasid äriühingu vastu hagi, nõudes hilinenud avaldamisega tekitatud kahju hüvitamist.<sup>147</sup> Esimese astme kohus, mis lahendas asja näidiskohtuasja („*Musterverfahren*”) raames, leidis, et määrava tähtsusega asjaolu, mis võis mõjutada selle äriühingu aktsia hinda, oli nõukogu 28. juuli 2005. aasta otsus, mis muutus piisavalt tõenäoliseks pärast seda, kui nõukogu juhtivkomitee oli 27. juulil 2005 pärast kella 17.00 otsustanud teha nõukogule viidatud otsuse vastuvõtmise ettepaneku. Seega oli siseteave olemas viimati nimetatud kuupäeval.<sup>148</sup> Peale apellatsioonkohtu otsust Saksa Ülemkohus (*Bundesgerichtshof*, edaspidi BGH) peatas menetluse ning küsis eelotsuse taotlust:

- 1) Kas teatava aja kestva protsessi puhul võib täpseks teabeks direktiivi 2003/6/EÜ art 1 p 1 ja direktiivi 2003/124/EÜ art 1 lg 1 tähenduses pidada selle protsessi juba toimunud vaheetappe, mis vastava asjaolu või sündmuse ilmnemisega on seotud?
- 2) Kas direktiivi 2003/124 art 1 lg 1 tuleb tõlgendada nii, et mõiste „mõistliku eelduse kohaselt ilmnevatele asjaoludele või [...] sündmusele” hõlmab ainult asjaolusid või sündmusi, mille asetleidmise tõenäosust võib pidada ülekaalukaks või suureks, või tähendab see mõiste, et arvesse tuleb võtta mõju ulatust, mida avaldavad need asjaolud või see sündmus asjassepuutuvate finantsinstrumentide hinnale?<sup>149</sup>

Euroopa Kohus leidis, et teatava aja kestva protsessi vaheetapp võib ise olla käsitatav asjaolude või sündmusena nende sõnadele tavakasutuses antud tähenduses. Kui välistada, et siseteave teatava aja kestva protsessi vaheetapi kohta võib olla täpne teave direktiivi 2003/6/EÜ tähenduses, muutuks sisutühjaks viidatud direktiivis kehtestatud kohustus see teave avalikustada. Selles olukorras võivad niisuguse teabe teatud valdajad olla võrreldes teiste investoritega eelisseisundis ja saada sellest kasu, kahjustades isikuid, kes seda teavet ei valda.<sup>150</sup> Kohus leidis, et mõiste „mõistliku eelduse kohaselt ilmnevatele asjaoludele või [...] mõistliku eelduse kohaselt toimuda võivale sündmusele” hõlmab ainult eelseisvaid asjaolusid või sündmusi, mille suhtes võib teadaolevatele asjaoludele antava üldise hinnangu põhjal väita, et nende ilmnemise või toimumise võimalus on reaalne. Seda mõistet ei tule aga tõlgendada nii,

---

<sup>147</sup> EKo C-19/11, p 12 – 20.

<sup>148</sup> EKo C-19/11, p 21 – 22.

<sup>149</sup> EKo C-19/11, p 23.

<sup>150</sup> EKo C-19/11, p 35 – 36.

et arvesse tuleb võtta mõju ulatust, mida avaldavad need asjaolud või see sündmus asjassepuutuvate finantsinstrumentide hinnale.<sup>151</sup>

Ehk siis sisuliselt võib öelda, et emitent vastutab järelturul nii ebaõige teabe kui ka andmata teabe eest, kuna siseteabe mõistes on emitent kohustatud avalikustama mõistliku eelduse kohaselt ilmnevad asjaolud või toimuda võivad sündmused. Siseteabe mõjust on üks tuntumaid viimaste aastate näiteid Volkswagen AG (VW) juhtum, kui autotootja tunnistas 11 miljonil autol lisaseadmete kasutamist, mis aitavad vähendada lämmastikoksiidi ja süsinikdioksiidi emissiooni testimisel. 22. septembril 2015 avalikustas VW *ad hoc* teavituse, tunnistades seadmete kasutamist ning 6,5 miljardi euro suuruse eraldise loomist pettuse tagajärgede likvideerimiseks. Muuhulgas selgus, et VW oli eksitanud ametiasutusi, investoreid ja tarbijaid saasteemissiooni tasemetest. Esimestel päevadel peale info andmist langes VW eelisaktsiate hind 40%. Lisaks hagidele USA-s ja mujal maailmas on Saksamaal esitatud üle 1500 hagi umbes 9 miljardi euro väärtuses Saksa väärtpaberituru seaduse sätete alusel, mis reguleerivad emitendi vastutust õigeaegselt andmata siseteabe eest.<sup>152</sup>

---

<sup>151</sup> EKo C-19/11, p 57.

<sup>152</sup> W. Sawitt (ed), (viide 96), lk 134.

### 3. Vastutuse alused ebaõige teabe avaldamisel

#### 3.1. Prospektivastutus

##### 3.1.1. Prospektis sisalduva teabe eest vastutavad isikud

Prospektidirektiivi artikli 6 lg 1 sätestab, et prospektis tõstetakse selgelt esile vastutavad isikud, esitades nende nime ja ametikoha või juriidiliste isikute puhul nende nime ja registrijärgse asukoha ning nende isikute kinnituse, et neile teadaolevalt vastab prospektis sisalduv teave tõele ja et prospektist ei ole välja jäetud seiku, mis võivad mõjutada prospekti tähendust. Komisjoni delegeeritud määruse 486/2012/EL lisades, mis sätestavad prospektis ning registreerimisdokumendis avalikustatava teabe kohustuslikud nõuded, on täpsustatud, et vastutavate isikutena tuleb välja tuua kõik isikud, kes vastutavad prospektis antud teabe eest ja mõnel juhul selle teatavate osade eest, viimasel juhul koos viidetega nende osadele. Prospektis peab sisalduma vastutavate isikute avaldus, et olles tarvitusele võtnud kõik mõistlikud abinõud, on prospektis sisalduv teave nende parima teadmise kohaselt vastavuses faktidega ega sisalda väljajätmisi, mis võivad selle tähendust mõjutada.<sup>153</sup> Eestis sätestab VPTS § 24 lg 1, et prospektis sisalduvate andmete õigsust ja täielikkust peavad prospektis kinnitama emitent ning olemasolu korral pakkuja. Emitendi kinnituse allkirjastavad kõik emitendi juhatuse või seda asendava organi liikmed. Lõikest 2 tulenevalt peab prospektis sisalduva majandus- või poolaastaruannetes kajastatud teabe õigsust oma allkirjaga kinnitama audiitor.

Magistritöö koostamisel läbivaadatud Eesti väärtpaberite avaliku pakkumise prospektides on vastutavate isikutena välja toodud eelkõige emitent ise ning selle juhatuse liikmed. Näiteks Olympic Entertainment Group AS, AS LHV Group, AS Premia Foods ning AS Tallinna Sadam on prospektis sisalduva teabe eest vastutavate isikutena deklareeritud ainult emitendi. Prospekti allkirjastavad juhatuse liikmed ning nimeliselt tuuakse välja pakkumist ja noteerimist läbi viivad krediitiasutused, investeerimisnõustajad, advokaadibürood, vandeaudiitorid ning näiteks AS-i Tallinna Sadam prospektis ka *bookrunner*’id, kes koos *Global Coordinator* ning *Lead Manager*’iga nimetatakse *underwriter*’iks ehk tagajaks.<sup>154</sup> Magistritöö koostamisel

---

<sup>153</sup> Komisjoni delegeeritud määruse 486/2012/EL XX LISA. Väärtpaberikirjelduse nimekirjade ja ehitusplokkide loend. V lisa p 1.1. – 1.2.

<sup>154</sup> AS Tallinna Sadam avaliku pakkumise prospekt 7.05.2018, lk 221.



läbivaadatud prospektides ei olnud nõustajad ega tagajad märgitud teabe eest vastutavateks isikuteks.

Tagaja mõistet Eesti väärtpaberituru seaduses täpsustatud ei ole, kuid väärtpaberite pakkumise või emiteerimise garanteerimisega seotud teenust peetakse VPTS § 43 lg 1 p 6 alusel investeerimisteenuseks, mida saab osutada investeerimisühing. Tagaja kasutamine väärtpaberite pakkumisel loob kindluse, et pakkumine viiakse lõpule sõltumata sellest, kas piisavalt investoreid tunneb huvi väärtpaberi vastu.<sup>155</sup> Prospektidirektiivi artikli 5 lg 1 alusel peab prospekt sisaldama kogu teavet, mis on vajalik, et investorid saaksid kõiki asjaolusid teadvalt hinnata emitendi ja võimaliku tagaja vara ja kohustusi, finantsseisundit, kasumit/kahjumit ja väljavaateid. Prospektidirektiivi artiklis 6 sätestatud prospektivastutus kehtib muuhulgas ka tagajale.<sup>156</sup>

Olulise asjaoluna tuleb veel välja tuua see, et aktsiate avaliku pakkumise puhul, mille käigus võõrandatakse ka juba emiteeritud aktsiaid, mis kuuluvad olemasolevale aktsionärile (eespool nimetatud „müüv aktsionär“), ei ole üldjuhul müüv aktsionär vastutav prospektis sisalduva teabe eest ning ka VPTS-st ei tulene talle eraldi kohustusi. Muuhulgas ei käsitata müüvat aktsionäri pakkujana. Käesoleva töö käigus läbivaadatud prospektidest on AS-i Arco Vara 1. juuni 2007 seisuga koostatud avaliku pakkumise prospektis võtnud müüv aktsionär vastutuse teabe eest alapunktides „Äriühingu aktsionärid“, „Müüvad aktsionärid“ ning „Aktsionäride lepingud“<sup>157</sup> ning AS Ekspress Grupp 16. märts 2007 koostatud prospektis on võtnud müüv aktsionär vastutuse teabe eest alapunktis „Kontrolliv aktsionär“.<sup>158</sup>

Autori arvates tekib lähenemise puhul, kus müüval aktsionäril puudub vastutus prospektis sisalduva teabe eest, vastuolu tavapäraste äriühingu osaluste müügitehingutega. Kahe poole vahelises äriühingu müügitehingus vastutab äriühingu kohta antava informatsiooni eest müüja ning hüvitab ebaõige või puuduliku teabe tõttu ostjale tekitatud kahju, kuigi müügitehinguks vajaliku informatsiooni äriühingu kohta annab selle juhatus. See lähenemine on ka arusaadav, sest müüja saab tehingust kasu, ehk siis müügihinna. Müüva aktsionäri kohta antava teabe, aktsiatega seotud koormiste, piirangute ning muude kolmandate isikute õiguste kohta peaks

---

<sup>155</sup> R. Panasar, P. Boeckman, (viide 115), lk 470.

<sup>156</sup> Euroopas ei ole liikmesriikide tasandil tagaja vastutus prospektis sisalduva teabe eest ühtlustatud, kuid erineval määral on sellist vastutust ette nähtud Küprosel, Kreekas ja Poolas. Võrdluseks võib tuua, et USA-s on teatud juhtudel tagajal seadusest tulenev vastutus pakkumisdokumentides sisalduva teabe eest, mis annab ka investoritele aluse kahjunõude esitamiseks. R. Panasar, P. Boeckman, (viide 115), lk 474.

<sup>157</sup> AS Arco Vara avaliku pakkumise prospekt lk 2. Müüvate aktsionäride vastutus teatud prospektis sisalduva teabe eest on sõnastatud järgnevalt: „Oma parima teadmise ja veendumuse järgi, arvestades mõistlikku hoolsust, kinnitavad Müüvad aktsionärid, et teave nendes alapunktides vastab faktidele ning ei esine lünkasid, mis tõenäoliselt mõjutaks selle kasutamist.“

<sup>158</sup> AS Ekspress Grupp avaliku pakkumise prospekt, lk 2.

kinnituse andma müüv aktsionär. Avalike pakkumiste puhul, milles pakutakse müüvale aktsionäri kuuluvaid aktsiaid ilma, et müüv aktsionär kinnitaks aktsiate või emitendiga seotud informatsiooni õigsust, tekib sisuliselt olukord, kus müüv aktsionär saab väärtpaberite eest nende võõrandamishinna, kuid ei ole kohustatud hüvitama kahju juhul, kui väärtpaberi märkijale anti avalikul pakkumisel ebaõiget teavet. Ka ESMA'lt on küsitud arvamust müüva aktsionäri vastutuse kohta. Nimelt on püstitatud küsimus, kas kombineeritud pakkumise puhul peab lisaks emitendile ka müüv aktsionär tegema prospektis vastutuse avalduse. ESMA on vastuses viidanud, et vastavalt prospektidirektiivile peab vähemalt üks artikli 6 lg-s 1 nimetatud isik olema vastutav kogu prospekti eest, vaatamata sellele, et ka mitu isikut võivad olla vastutavad ning on liikmesriigi määrata, kas rohkem isikuid peaksid olema vastutavad prospekti eest.<sup>159</sup>

Eesti õiguses on kahju hüvitamiseks kohustatud isikud VPTS § 25 lg 1 alusel ainult emitent või pakkuja ja prospektis vastutust võttes ei oleks müüv aktsionär vastutav isik VPTS-i mõistes. Samas sätestab prospektidirektiivi artikkel 6 lg 2 kohustuse liikmesriikidele tagada, et nende õigusnorme, mis käsitlevad tsiviilvastutust, kohaldatakse isikute suhtes, kes vastutavad prospektis sisalduva teabe eest. Samasugune regulatsioon on kehtestatud ka uue prospektimääruse artiklis 11, mille alusel tsiviilvastutust puudutav regulatsioon jääb liikmesriikide pädevusse, kuid tuleb järgida määruse juhiseid.

Vastavalt WpPG § 21 lg-le 1, kui prospekt sisaldab ebaõiget või ebapiisavat teavet, mis on oluline väärtpaberite hindamise seisukohalt, on väärtpaberite ostjal õigus esitada nõue solidaarselt:

- 1) Isikute vastu, kes võtsid vastutuse prospektis sisalduva teabe eest ja
- 2) Prospekti väljastanud isikute vastu.

Vastavalt WpPG § 5 lg-le 4 tuleb prospektis välja tuua isikud, kes vastutavad prospektis sisalduva teabe eest.

FSMA artikkel 90 lg 1 alusel on iga noteerimise andmete eest vastutav isik kohustatud hüvitama kahju, kui isik on:

- (a) Omandanud väärtpaberid, millele need andmed kehtivad;
- (b) Kannatanud kahju järgneva tulemusel:

---

<sup>159</sup> Questions and Answers Prospectuses 28th updated version – March 2018, European Securities and Markets Authority, lk 39.

- (i) igasugune vale või eksitav teave andmetes;
- (ii) nõutava teabe väljajätmine noteerimisandmetest.

FSMA artikkel 84 lg 1 (d) alusel määratakse vastutavate isikute ring kindlaks FCA protseduurireeglite põhjal. Antud reeglid sätestavad, et prospektis sisalduva teabe eest vastutavad isikud on:

- (a) Võõrandatavate väärtpaberite emitent;
- (b) Isikud, kes olid emitendi direktoriteks prospekti avalikustamise ajal või kes nõustuvad hakkama direktoriteks tulevikus;<sup>160</sup>
- (c) Väärtpaberite pakkuja juhul kui ta ei ole ise emitent ning isik, kes on sellise pakkuja direktoriks prospekti avalikustamise ajal;<sup>161</sup>
- (d) Isik, kes taotleb väärtpaberite kauplemisele võtmist, kui ta ei ole ise emitent ning isik, kes on sellise taotleja direktoriks prospekti avalikustamise ajal;
- (e) Iga isik, kes võtab vastutuse prospekti eest ja nimetatakse prospektis vastutavaks;
- (f) Iga isik, kes ei kuulu eelnevate sektiioonide alla, kuid kes on autoriseerinud prospekti sisu.<sup>162</sup>

Seega prospekti eest vastutavate isikute nimekiri koosneb vähemalt emitendist ning nende juhatuse liikmetest. Nõue on võimalik esitada ka teiste isikute vastu, kes võtavad vastutuse prospektis sisalduva teabe eest või kinnitavad selle sisu. Nimetatud FCA protseduurireeglite sätted prospektis vastutava isiku määramiseks kehtivad omakapitaliväärtpaberitele ning vabalt võõrandatavatele väärtpaberitele<sup>163</sup> kui Ühendkuningriik on emitendi päritoluriik.<sup>164</sup>

Nii Saksa kui Inglise regulatsioonide alusel tuleb prospektis välja tuua selles sisalduva teabe eest vastutavad isikud. VPTS § 24 lg 1 alusel peavad prospektis sisalduvate andmete õigsust ja täielikkust kinnitama emitent ning olemasolu korral emitent või pakkuja, kuid vastav säte ei kohusta prospekti allkirjastama teisi isikuid, kes võivad samuti prospektis sisalduva teabe eest vastutada. Eespool oli toodud Eesti prospektidest näide, kus teatud prospekti osa eest võttis

<sup>160</sup> FCA Handbook P.R.5.5.7.R alusel ei ole nimetatud isik vastutav, kui prospekt avalikustati ilma tema teadmata ning ta teavitab mõistliku aja jooksul prospekti avalikustamisest teada saades avalikkust, et prospekt avalikustati ilma tema teadmise või nõusolekuta.

<sup>161</sup> FCA Handbook P.R.5.5.7.R. alusel pakkuja ei ole vastutav prospekti eest kui selle koostas emitent.

<sup>162</sup> FCA Handbook P.R.5.5.3.R p (2).

<sup>163</sup> FCA Handbook P.R.5.5.3.R p (1), sh ka optsoonidele nende väärtpaberite märkimiseks. FCA Handbook sektsioon P.R.5.5.4. sätestab reeglid prospekti eest vastutavate isikute määramiseks muude väärtpaberite puhul.

<sup>164</sup> FCA Handbook P.R.5.5.2.R.

vastutuse müüv aktsionär, sarnaselt võivad vastutust (üldjuhul teatud prospekti osa eest) võtta ka nõustajad.<sup>165</sup>

ESMA avalikustas 2013. aastal aruande liikmesriikide vastutusrežiimide võrdlusest seoses prospektidirektiivi rakendamisega ning Eestis rakendatava tsiviilvastutuse osas on Finantsinspektsioon vastanud järgnevat: „VPTS alusel peab prospektis sisalduva informatsiooni korrektsust ning täielikkust kinnitama emitent ja olemasolu korral pakkuja. Emitendi poolse kinnituse peab allkirjastama emitendi juhatus või seda asendav organ. Pakkuja kinnituse peab allkirjastama füüsilisest isikust pakkuja või juriidilise isiku puhul vähemalt üks juhatuse liige või seda asendav organ, kellel on õigus pakkujat esindada. ... Üldised tsiviilõiguse normid ei kirjelda konkreetseid isikuid, kes peaksid vastutama prospektis sisalduva teabe eest, kuid emitenti ning pakkujat kui prospekti koostajat võib võtta vastutusele.“<sup>166</sup> Ka antud selgituse järgi tundub, et Eesti lähenemine on sisuliselt määrata vastutajaks ainult emitent ise, arvestamata prospektidirektiivi artikkel 6 lg 2 sätestatud nõuet liikmesriigile tagada, et tsiviilvastutust käsitlevaid õigusnorme kohaldatakse kõigi isikute suhtes, kes vastutavad prospektis sisalduva teabe eest.

Eestis ei vasta VPTS § 24 lg 1 prospektidirektiivi artikkel 6 lg 1 ega delegeeritud määruse 486/2012/EL lisa XX nõuetele, kuna VPTS § 24 lg 1 alusel peavad prospektis sisalduvate andmete õigsust ja täielikkust kinnitama emitent ning olemasolu korral ka pakkuja, aga vastav säte ei kohusta prospektis vastutust võtma teisi teabe eest vastutavaid isikuid. VPTS § 25 lg 1 ei vasta prospektidirektiivi artikkel 6 lg 2 nõuetele, kuna vastutust prospektis sisalduva teabe eest on võimalik kohaldada ainult emitendile või pakkujale, aga mitte kõikidele isikutele, kes vastutavad prospektis sisalduva teabe eest. Kui vaadata võrdlusriikide sarnaseid sätteid, siis nii WpPG § 21 lg 1 kui ka FSMA art 90 (koostoimes FCA juhenditest tulenevate reeglitega vastutava isiku määramiseks) alusel kohaldatakse vastutust prospektis sisalduva teabe eest kõikidele isikutele, kes võtavad vastutuse prospektis sisalduva teabe eest. Autori arvates tuleb muuta selles osas VPTS-i, kuna investor peaks saama igalt prospektis sisalduva teabe eest vastutavalt isikult nõuda ka ebaõige teabega tekitatud kahju hüvitamist VPTS-i hüvitamiskohustuse sätete alusel.

---

<sup>165</sup> A. Alcock, (viide 64), lk 6.

<sup>166</sup> European Securities and Market Authority: Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive. Annex III, Individual responses from EEA States, lk 57.

### 3.1.2. Emitendi juhatuse liige prospektis sisalduva teabe eest vastutava isikuna

Nagu eelnevas alapunktis analüüsitud, siis Eestis vastutavad ainult emitent või pakkuja VPTS § 25 lg 1 alusel prospektis sisalduva teabe eest. Ka võrdlusriikides ei ole juhatuse liikme vastutuse osas ühtset lähenemist, kuna Inglise regulatsioonide põhjal on juhatuse liikme vastutus prospektis sisalduva teabe eest ette nähtud siseriikliku õiguse alusel, Saksamaal mitte. Kuigi VPTS ei näe ette juhatuse liikmete vastutust prospektis sisalduva teabe eest, siis mõnes prospektis on teabe eest vastutavate isikutena välja toodud juhtorgani liikmed. Nii deklareerisid juhatuse liikmed oma vastutust prospektis sisalduva teabe eest näiteks AS-i Tallink Grupp ning AS-i Admiral Markets avaliku pakkumise prospektides.

Investoril on väärtpaberituru regulatsioonidest tulenev õigus saada prospektis kogu vajalik teave investeerimisotsuse tegemiseks. Antud teabe valdaja ning esitaja on emitendi seaduslik esindaja, juhatuse, kes emitenti esindades ka prospekti allkirjastab. Kohustus allkirjastada prospekt emitendi või pakkuja juhatuse liikme poolt tuleneb VPTS § 24 lg-st 1. Erinev praktika prospektides vastutava isiku määratlemisel näitab, et mõnel juhul nähakse juhatust vastutavana teabe eest, teinekord mitte. Autori arvates ei peaks juhatuse vastutus prospektis sisalduva info eest jääma valikuliseks, vaid kehtima alati või olema välistatud sõltuvalt väärtpaberituru regulatsioonidest. Kui Eestis koostatud prospektis deklareerib juhatuse oma vastutust, siis VPTS § 25 lg 1 alusel on juhatuse liikmete isiklik vastutus välistatud, kuna kahju hüvitamise kohustus on ainult emitendil või pakkujal.

Eesti autorid on varasemalt leidnud juhatuse liikmete poolt eelkõige kolmandatele isikutele ebaõigete andmete avaldamisel, et juhatuse liikmete vastutus ebaõige teabe eest ei peaks kaasnema igasuguste ebaõigete väidetega. Juhatuse liikmed ei peaks vastutama, kui nad on avaldanud andmeid, mis ei ole oluliselt mõjutanud kahjustatud isiku otsust tehingut teha. On tüüpiline, et negatiivsetest asjadest ei soovita avalikult rääkida ning keskendutakse positiivsele.<sup>167</sup> Samas prospektivastutuse osas pooldavad ka antud artikli autorid juhatuse liikme vastutust hüvitada prospektis esitatud ebaõige teabega tekitatud kahju, kuna prospektis sisalduv teave on määrava tähtsusega investeerimisotsuse tegemisel.<sup>168</sup>

---

<sup>167</sup> L. Tolstov, J. Lahe. The company director's liability for untrue statements. *Baltic Journal of Law & Politics* 7:1 (2014), lk 79.

<sup>168</sup> L. Tolstov, J. Lahe, (viide 167), lk 90.

Prospektivastutus on välja kujunenud investorite usaldusest emitendi ja teiste isikute vastu sõltuvalt nende positsioonist ning professionaalsetest teadmistest.<sup>169</sup> Seega kui juhatuse liige ei ole märgitud prospektis vastutavaks isikuks, võib tema vastutus tuleneda positsioonist ja investorite usaldusest väärtpaberiemitendi juhatuse liikme vastu. Prospekti erisus on eelkõige see, et prospekt peab sisaldama kogu teavet, mis emitendi ja väärtpaberite eripära tõttu on vajalik investoritele asjaolude hindamiseks investeerimisotsuse tegemisel. Kuna prospekt peaks sisaldama kogu nõutavat teavet ning tegemist on peamiselt faktilise teabega, tuleks andmed edasi anda neutraalselt, ilma liigse optimismita või puuduseid varjamata. Käesoleva töö autor on samuti seisukohal, et tulenevalt prospekti teabe iseloomust ning investorite usaldusest väärtpaberiemitendi juhtorgani liikmete vastu tuleks juhatuse liikme vastutust prospektis sisalduva informatsiooni eest pigem kinnitada. Juhatus seadusliku esindajana on teadlik emitenti puudutavast informatsioonist ning samuti on juhatuse liikmed vastutavad raamatupidamise korraldamise eest vastavalt ÄS § 306 lg-le 4. Juhatus on teadlik ka raamatupidamislikest hinnangutest ning kajastamispõhimõtetest, mis on sisuliselt aluseks prospektis sisalduvale finantsteabele. Kuna juhatuse liige ei ole VPTS § 25 lg 1 alusel vastutav prospektis sisalduva teabe eest, on üheks võimalikuks juhatuse liikme vastutuse aluseks lepingueelsetest läbirääkimistest tulenev vastutus tulenevalt VÕS § 14 lg-st 1.<sup>170</sup>

### 3.1.3. VPTS § 25 kohaldamise eeldused

Kahju hüvitamise eelduste väljaselgitamiseks tuleb esmalt vaadata prospektivastutuse põhimõtteid. Prospektivastutuse üldine mõiste tähendab tsiviilõiguslikku, eriseadustega reguleerimata äriühingu, muus vormis kinnisvarainvesteeringu või väärtpaberinvesteeringu projekti asutajate või asutamisel olevate isikute vastutust asutamiseks või projekti läbiviimiseks avalikkuselt raha kaasamiseks tehtavate reklaamide eest.<sup>171</sup> Saksamaal tuli nimetatud kontseptsioon kasutusse, kui esmalt *c.i.c.* vastutuse põhimõtetega hakati lahendama kaasuseid, kus investeeringute kaasamiseks mindi mööda väärtpaberituru reeglitest, milles oleks olnud investorite kaitsemehhanismid. Sellistele arengutele reageeris kohtupraktika erilise *c.i.c.* põhimõtete laiendamisele tugineva prospektivastutuse loomisega, mille näol ei olnud tegemist veel väärtpaberituru prospektivastutusega.<sup>172</sup> Üldise prospektivastutuse põhimõtete järgi

<sup>169</sup> W. H. van Boom, H. Koziol, C. A. Witting (editors). Pure Economic Loss. Wien; New York: Springer 2004, lk 88.

<sup>170</sup> Lepingueelsetest läbirääkimistest tekkivat vastutust on analüüsitud käesoleva töö p-s 3.2.

<sup>171</sup> U. Volens, Usaldusvastutus kui iseseisev vastutussüsteem ja selle avaldumisevormid, dissertatsioon, lk 355.

<sup>172</sup> U. Volens (viide 171), lk 355.

vastutasid nii füüsilised kui juriidilised isikud, sõltumata positsioonist, käibesse lastud reklaammaterjalide eest. Määravaks oli isikute tegelik mõju informatsiooni andmisele, mitte see, kas konkreetsed isikud oli investeringute tegijatele teada. Tegemist on olulise vastutuse laiendamisega ning BGH leiab, et prospektivastutus tugineb põhimõttel, mille kohaselt peab reklaamprojekti eest vastutama iga isik, kes selle kaudu tema poolt loodud usaldust kasutades on mõjutanud investeerimisotsuse tegemist.<sup>173</sup>

VPTS § 25 on sisuliselt deliktilise vastutuse erikoosseis, milles kahju hüvitamise nõude aluseks on asjaolu, et prospekt sisaldab väärtpaberite väärtuse hindamise seisukohalt olulist teavet, mis osutub tegelikkusest erinevaks. Emitent või pakkuja hüvitab pakutud väärtpaberi omanikule põhjustatud kahju, mis tuleneb erinevusest tegelikkuse ja prospektis esitatud teabe vahel, kui emitent või pakkuja oli teadlik või oleks pidanud olema teadlik antud erinevustest. Vastavalt lõikele 2 kehtib vastutus ka prospekti mittetäielikkuse ja asjakohaste faktide väljajätmise korral, kui prospekti mittetäielikkus tuleneb varjamisest emitendi või pakkuja poolt.

VPTS § 25 kohaldamise eelduste osas peab esmalt hindama, milline teave prospektis on väärtpaberite väärtuse hindamise seisukohalt oluline. Nagu eespool analüüsitud, siis väärtpaberi hinna määramisel on olulisel kohal finantsproгноosid, mida prospektis ei avalikustata ning lõplik hind kujuneb sageli *bookbuilding* protsessi tulemusel, ehk siis sõltuvalt nõudluse tasemest antud väärtpaberite vastu. Prospektidirektiivi artikkel 5 lg 1 viitab, et kogu teave prospektis ongi vajalik selleks, et hinnata emitendi vara ja kohustusi, finantsseisundit, kasumit/kahjumit ja väljavaateid ning kõnealuste väärtpaberitega seotud õigusi, mis on vajalik investeerimisotsuse tegemiseks. Seega kehtiva käsitluse järgi tuleb väärtpaberite hindamise seisukohalt oluliseks pidada sellist teavet, mis vastavalt prospektile kehtivatele regulatsioonidele tuleb avalikustada. Autori arvates on investeerimisotsus subjektiivne, eriti kui see puudutab jaainvestoreid, ning faktiliste andmete esitamisel ei saa määratleda, mis on olulisem, kas näiteks majandustegevuse kirjeldus või väärtpaberitega seotud õigused. Seega tuleks prospektidirektiivi mõistetest lähtuvalt eeldada, et kogu prospektis sisalduv teave ongi vajalik väärtpaberi hindamiseks.

Ka Inglise kohtupraktikas on leitud, et vastutus noteerimisdokumentides esitatud ebaõige teabe eest ei ole piiratud ainult oluliste vigadega, kuna dokument peab sisaldama kogu vajalikku informatsiooni. Kaasuses *RBS Rights Issue*<sup>174</sup> esitasid investorid hagi *Royal Bank of Scotland* ning selle juhtide vastu seoses prospektis esitatud ebaõigete andmetega ostuõiguste emissioonil.

---

<sup>173</sup> U. Volens (viide 171), lk 356.

<sup>174</sup> RBS (Rights Issue Litigation) [2015] EWHC 3433, Chancery Division.

Mõnda aega peale emissiooni pank varises kokku ning investorid kaotasid oma raha.<sup>175</sup> Lahendis analüüsis kohtunik Hildyard muuhulgas 'vajaliku informatsiooni' kontseptsiooni prospektis FSMA artikkel 87A mõistes ning viitas, et vajaliku informatsiooni mõiste ei ole standardiseeritud ning seda ei saa hinnata subjektiivselt teatud investori seisukohalt,<sup>176</sup> vaid kohus peab hindama seda objektiivselt „investori“ seisukohalt. Antud lahendis leidis kohtunik, et vajaliku informatsiooni tuleb hinnata investorite kaitse seisukohalt ning investorite kaitseks vajalik teave ongi prospektides piiritletud teave.<sup>177</sup>

Saksa kohtupraktikast üks tuntumaid prospektivastutusega seotud vaidluseid on Deutsche Telekom AG. 1999. ning 2000. aastal viis endine riigiettevõtte, 1990 keskpaigas börsile viidud Deutsche Telekom AG läbi kaks aktsiaemissiooni, DT2 ning DT3, ning neid emissioone reklaamiti kui rahva aktsiaid (*Volksaktie*) ja usaldusväärset investeeringut väikeinvestorile. Peale pakkumist kaotasid aktsiad oma väärtusest üle 90% ning hagejad väitsid, et kapitaliturgudele antud informatsioon<sup>178</sup> oli ebakorrektnen ning ebatäielik, seda eelkõige DT2 ning DT3 pakkumiste osas. Hagejaid oli umbes 17 000 ning nõudeid kokku ligikaudu 100 miljoni euro väärtuses.<sup>179</sup> Keskne probleem seoses avaldatud teabega oli see, et emitent ei olnud andnud prospektis informatsiooni USA telefoniettevõtte VoiceStream Wireless Corporation soetamise kohta ning samuti oli kinnisvara hinnatud pakkumisprospektis valesti.<sup>180</sup> Hiljem lisandus veel rikkumisi, mille hulgas olid kajastamata tingimuslikud kohustused seoses 1996. aastal läbiviidud emissiooni investeerimispettusega ning tahtlikud finantsaruannete võltsimised aastatel 1995 – 1997.<sup>181</sup> Siiski tuleb Deutsche Telekom AG näidet pidada pigem erandlikuks, kuna kehtivad avalikustamisstandardid eeldavad finantsaruannete koostamist rahvusvaheliste raamatupidamisstandardite alusel ning prospektis esitatud finantsaruanded on auditeeritud.

Üks vastutuse eelduseid on see, et emitent oli teadlik või oleks pidanud olema teadlik antud erinevustest. VPTS § 25 lg 3 sätestab, et kahju hüvitamise kohustus lasub emitendil ka juhul, kui prospektis on märgitud teabe saamise allikaks kolmas isik. Ehk siis vastutus prospektis sisalduva teabe eest tähendab vastutust asjaolude avalikustamise eest, millest emitent oli teadlik või pidi teadlik olema. Tingimus „pidi teadlik olema“ tähendab, et emitent on olnud vähemalt hooletu, mitte teades mingeid asjaolusid. Kui emitent oli erinevustest teadlik, siis nende

---

<sup>175</sup> RBS (Rights Issue Litigation) [2015] EWHC 3433 (Ch). Chancery Division. Case Analysis, [2015] 11 WLUK 717.

<sup>176</sup> RBS Rights Issue [2015] EWHC 3433 (Ch), otsuse p 30 ja 35.

<sup>177</sup> RBS Rights Issue [2015] EWHC 3433 (Ch), otsuse p 53.

<sup>178</sup> Saksa börsiseaduse alusel koostatud prospekt.

<sup>179</sup> W.H van Boom, G. Wagner, Mass Torts in Europe. European Centre of Tort and Insurance Law, October 2014, lk 132.

<sup>180</sup> W.H van Boom, G. Wagner, (viide 179), lk 139.

<sup>181</sup> W.H van Boom, G. Wagner, (viide 179), lk 141.



avalikustamata jätmise eeldab vähemalt rasket hooletust. Kolmanda isiku teabe eest vastutamine tähendab, et emitent saab prospektis avalikustada muudest allikates pärinevat informatsiooni juhul, kui ta selle õigsust kontrollib. Kui juhatuse liikme või teiste prospektis teabe eest vastutavate isikute vastutus sätestada VPTS-s analoogselt emitendi ning pakkuja vastutusega vastavalt VPTS § 25 lg-le 1, peaksid ka juhatuse liige ja teised teabe eest vastutavad isikud vastutama prospektis esitatud ebaõige teabe eest kui isik oli teadlik või oleks pidanud olema teadlik antud erinevusest.

FCA protseduurireeglid selgitavad sarnaselt, et taotleja peab kogu mõistlikult eeldatava hoolega tagama, et kinnitamisele esitatud prospekt, mille eest ta on vastutav, on vastavalt tema parimale teadmisele („*to the best knowledge*“) vastavuses tegelike faktidega ning ei sisalda lünkasid, mis võiks tõenäoliselt mõjutada selle tähendust.<sup>182</sup> FSMA ning FCA protseduurireeglite vastavate sätete kohta on leitud õiguskirjanduses, et prospektis ebaõige teabe esitamisega seotud süü standard on peamiselt hooletus, ümberpööratud tõendamiskoormisega selliselt, et kostja peab tõendama, et ta ei olnud hooletu, tulenevalt mõistlikust veendumusest, et andmete sisu on täielik ning täpne.<sup>183</sup> FSMA lisas nr 10 on sätestatud veel täiendavad vastutuse piirangud seoses prospektis sisalduva teabega. Muuhulgas ei ole isik vastutav börsinoteeringu dokumentide eest, kui ta tõendab kohtus, et dokumentide esitamise ajal, tehes vastavaid päringuid, kui see oleks olnud mõistlik, võis ta mõistlikult eeldada, et teave ei olnud vale või eksitav ning teabe välja jätmine, mis põhjustas kahju, jäeti välja põhjendatult.<sup>184</sup>

Eraldi tuleb analüüsida, milline on isikute ring, kellel võib tekkida kahju hüvitamise nõue seoses prospektis avaldatud teabega. Avaliku pakkumise prospekt on koostatud väärtpaberite pakkumiseks avalikkusele ehk siis nn esmasele turule. Seega on õigustatud isikute ring kõik need, kes avalikul pakkumisel väärtpabereid soetavad. Üldjuhul on avaliku pakkumise eesmärk suunata need väärtpaberid edasi kauplemisele reguleeritud turul, mida on ka prospektides viidatud. Vastasel juhul võib investoritel puududa huvi näiteks aktsiate vastu, millega ei ole edaspidi võimalik likviidsel turul kaubelda. Tekib küsimus, kas ka järelturul väärtpabereid soetanud isikul on õigus nõuda emitendilt kahju hüvitamist prospektis sisalduva ebaõige teabe eest. Väärtpaberituru regulatsioonidest tulenevalt on väärtpabereid pakkuvatel või hiljem edasimüüvatel finantsvahendajatel õigus tugineda emitendi või prospekti koostamise eest vastutava isiku väljaantud algsele prospektile, kui see on kehtiv ja nõuetekohaselt lisadega täiendatud ning kui emitent või prospekti koostamise eest vastutav isik annab selle

---

<sup>182</sup> FCA Handbook P.R. 3.1.2.B.

<sup>183</sup> W. Sawitt (ed), (viide 96), lk 100.

<sup>184</sup> FSMA Schedule 10. Compensation: exemptions, p 1 – 3.

kasutamiseks nõusoleku.<sup>185</sup> Kui emitent või sellise algse prospekti koostamise eest vastutav isik ei anna prospekti kasutamiseks nõusolekut, peaks finantsvahendaja siiski avaldama uue prospekti.<sup>186</sup> Eelduslikult on siin mõeldud olukorda, kus väärtpabereid müüb edasi finantsvahendaja sellises mahus, et ka edasimüügi korral tuleks uuesti koostada avaliku pakkumise prospekt. Antud sätetest võib järeldada, et väärtpaberite edasimüügil saab ka emitendi nõusoleku olemasolu korral emitendi väljaantud prospektile tugineda ainult juhul, kui see on kehtiv ning lisadega varustatud. Prospekt ei ole dokument, mida peale pakkumise lõppemist täiendatakse, ehk siis üks prospekti hilisema kasutamisega seotud riske on see, et teave ei ole enam ajakohane. Käesoleva töö koostamisel läbi vaadatud prospektides on üldjuhul sätestatud ka vastutuse piirang, et prospekt kehtib ainult avalikule pakkumisele, kuid antud piirang puudutab eespool kirjeldatud olukorda, et väärtpabereid edasi müüv finantsvahendaja peab saama prospekti koostajalt nõusoleku prospekti alusel väärtpaberite pakkumiseks. Vastavalt prospektidirektiivi muudatusele<sup>187</sup> ning VPTS §-le 14<sup>3</sup> kehtib üldsusele pakkumise või reguleeritud turul kauplemisele lubamise prospekt 12 kuud pärast selle kinnitamist (Finantsinspeksioonis),<sup>188</sup> tingimusel, et prospekti on täiendatud kõigi nõutavate lisadega. See regulatsioon väljendab perioodi, mil prospekt kehtib kasutamiseks avalikul pakkumisel või kauplemisele registreerimisel, kuid ei tähenda, et 12 kuu jooksul on kõikidel väärtpabereid soetanud isikutel õigus prospektile toetuda. Ka FCA protseduurireeglid sätestavad, et prospekt kehtib avalikuks pakkumiseks või kauplemisele võtmiseks 12 kuu jooksul peale kinnitamist tingimusel, et vajadusel on seda täiendatud lisadega.<sup>189</sup>

WpPG § 21 lg 1 alusel on väärtpaberite ostjal õigus esitada nõue, kui ostutehing oli tehtud peale prospekti avaldamist ning kuue kuu jooksul peale seda, kui väärtpaberid võeti kauplemisele. WpPG § 21 räägib vastutuse osas kauplemisprospektist, kuid §-s 22 on täpsustatud, et vastutuse sätted kehtivad ka avaliku pakkumise prospekti puhul ning esmase avaliku pakkumise kuupäev on see, millest hakatakse 6 kuu perioodi arvestama. Seega Saksa prospektiseaduses loetakse õigustatud isikute ringi kuuluvateks need isikud, kes on soetanud väärtpaberid 6 kuu jooksul, mis hõlmab nii avalikul pakkumisel kui järelturul tehtud tehinguid. FSMA sarnaseid ajalisi piiranguid ette ei näe ning sätetest ei ole otseselt arusaadav, kas hüvitamiskohustus prospektis sisalduva ebaõige teabe eest on ainult isikul, kes märkis väärtpabereid prospekti alusel või neid

<sup>185</sup> Direktiiv 2010/73/EÜ selgituse p 10, artikkel 1 (direktiivi 2003/71/EÜ artikkel 3 muudatused).

<sup>186</sup> Sel juhul peaks finantsvahendaja vastutama prospektis esitatud teabe, sealhulgas viidetena sisalduvad andmete eest ning põhiprospekti puhul lõplike tingimuste eest. Direktiiv 2010/73/EÜ selgituse p 10.

<sup>187</sup> Direktiivi 2010/73/EÜ artikkel 1 (direktiivi 2003/71/EÜ artikli 9 muudatused).

<sup>188</sup> Seletuskiri väärtpaberituruseaduse muutmise ja sellega seonduvalt teiste seaduste muutmise seaduse eelnõu juurde nr 220 SE, lk 5. Vastav säte on VPTS-i sisse viidud 2012. aastal ning varasema regulatsiooni järgi kehtis prospekt 12 kuud peale avalikustamist.

<sup>189</sup> FCA Handbook P.R. 5.1.1.

ka järelturul soetas. Ka õiguskirjanduses on vaieldud, kas vastutus prospektis esitatud teabe eest on piiratud ainult algsete väärtpaberite ostjatega või on nõudeõigus ka isikutel, kes soetavad väärtpabereid järelturul. Inglise kohtupraktikas on lahendis *Possfund Custodian Trustee Ltd v. Diamond* leitud kõrvalmärkuse vormis, et vastutus 'isikute ees, kes on soetanud väärtpabereid prospektis sisalduva teabe põhjal', ei laiene teisele turule.<sup>190</sup> Antud lahendit ja arvamust ei ole edaspidi FSMA artikkel 90 tõlgendamise kontekstis kasutatud.<sup>191</sup> Eelistatuks peetakse seisukohta, et kui viga või lünk on endiselt kehtivad, see tähendab, et aja möödudes ei ole järgnevad sündmused või emitendi poolt tehtud uuendatud teavitused muutnud algset dokumenti, ulatub põhjuslik seos ka teisele turu ostutehinguteni.<sup>192</sup> Autori arvates tuleks nõustuda pigem viimase seisukohaga ning emitendi või teiste isikute vastutust ei peaks välistama ka peale avaliku pakkumise tegemist kui viga on endiselt kehtiv ja prospekti lisade või muu perioodilise teabe avaldamisega ei ole viga parandatud. Kuna avaliku pakkumise prospektid on tavapäraselt koostatud koos reguleeritud turul kauplemisele võtmise taotlusega, siis võimalik kahju tekkimine seoses tehingutega teisesel turul on emitendile ka ettenähtav.<sup>193</sup> WpPG § 23 lg 2 p 1 alusel ei kuulu kahju siiski hüvitamisele, kui väärtpabereid ei ole omandatud prospekti põhjal.

Nii Eesti VPTS § 25 lg 2<sup>1</sup> kui ka Saksa ning Inglise regulatsioonides on sätestatud prospektidirektiivi artikli 6 lõikes 2 sätestatud põhimõte, et ühegi isiku suhtes ei kohaldata tsiviilvastutust ainuüksi kokkuvõtte, sealhulgas selle tõlke põhjal, välja arvatud juhul, kui see on eksitav, ebatäpne või prospekti asjaomaste osadega vastuolus.

#### 3.1.4. Alternatiivsed alused nõude esitamiseks emitendi või pakkuja vastu prospektis esitatud ebaõige teabe korral

Väärtpaberituru seaduses ei ole piiritletud, kas VPTS § 25 alusel kahju hüvitamine välistab emitendi või pakkuja vastutuse investori ees muudel, eelkõige deliktilise vastutuse üldkoosseisu või lepingueelsetest läbirääkimistest tulenevatel alustel. VPTS § 26 lg 1 sätestab, et kahju tekitaja vabaneb muu kahju hüvitamise kohustusest kui omandab kannatanult väärtpaberid hinna eest, mis kannatanu sellise pakutud väärtpaberi omandamiseks tasus. Kuigi kahju

---

<sup>190</sup> W. Sawitt (ed), (viide 96), lk 100, viide *Possfund Custodian Trustee Ltd v. Diamond* [1996] 1 WLR 1351 at 1360.

<sup>191</sup> W. Sawitt (ed), (viide 96), lk 101.

<sup>192</sup> W. Sawitt (ed), (viide 96), lk 100.

<sup>193</sup> Kahju ettenähtavus on peamiseks põhimõtteks lepingulise kahju hüvitamisel tulenevalt VÕS § 127 lg 3. Ka deliktilise vastutuse korral peab adekvaatsusteooria järgi põhjuslik seos kahju põhjustaja teo ning tekkinud kahju korral olema mõistlikult ettenähtav (T. Tampuu (viide 72), lk 215).

hüvitamise erikoosseis ei välista alati vastutust delikti üldalustel,<sup>194</sup> tuleks pigem lähtuda eeldusest, et emitendi vastutusele ebaõige teabe eest kohaldub prospektivastutus. WpPG § 25 lg 2 sätestab, et edasisi nõudeid on võimalik esitada nii lepingulise nõudena kui ka õigusvastaselt tekitatud kahjuna. Kuna ka WpPG § 21 lg 1 sätestab kahju hüvitamise ulatusena sarnaselt VPTS §-le 26 väärtpaberite soetushinna, siis edasiste nõuetena võivad tulla kõne alla näiteks alternatiivsetest investeringutest saamata jäänud kasumid. Siiski viitab selline sõnastus, et ka Saksa õiguses nähakse prospektis esitatud ebaõige teabe korral vastutuse alusena just WpPG § 21 jj sätestatud prospektivastutust.

Prospektivastutusele alternatiivse alusena tuleks kaaluda ka lepingueelsetest läbirääkimistest tulenevat vastutust, kuna *c.i.c.* regulatsioon on sisuliselt suunatud lepingu sõlmimist ette valmistavate isikute omavahelise suhte reguleerimisele ja kohustustele seoses teabe andmisega. VÕS § 14 – 15 reguleerivad poolte vastutust sõltuvalt sellest, kas läbirääkimiste tulemusel sõlmitakse leping või mitte. Siiski peaks olema autori arvates prospektivastutusele alternatiivse alusena *c.i.c.* vastutust pigem eitama, kuna prospektivastutus sisaldab sisuliselt eriregulatsiooni ning ei ole põhjendatud selle asendamine muude nõuetega. Küll tuleks *c.i.c.* vastutust kaaluda nende isikute puhul, kes on deklareerinud prospektis vastutust teabe eest, kuid kehtiva VPTS § 25 alusel ei vastuta, samuti juhatuse liikmete osas.

### **3.2. Lepingueelsetest läbirääkimistest tulenev vastutus**

Nagu eespool viidatud, siis üldine prospektivastutus kujunes Saksa õiguses välja *c.i.c.* vastutuse põhimõtetest. Lepingueelsed läbirääkimised on VÕS § 3 p 6 tähenduses muu seadusest tulenev võlasuhte alus.<sup>195</sup> VÕS 14 lg-tes 1 ning 2 sätestatud lepingueelsete läbirääkimiste regulatsiooni alusel hõlmab teavitamiskohustuse ulatus sellist teavet, mille vastu teisel poolel on äratuntav oluline huvi ning need andmed peavad olema tõesed. Võlaõigusseaduse kommentaaride järgi on tegemist objektiivse kriteeriumiga, seega äratuntavuse hindamisel tuleb arvesse võtta lepingu eesmärki, mitte poole subjektiivset äratundmisvõimet. Teise poole huvi teavet saada peab olema oluline.<sup>196</sup> Lepingueelsete kohustuste sisu seoses teavitamisega võib tuleneda ka seadusest.<sup>197</sup> Lisaks reguleerib lepingueelsetel läbirääkimistel tekkivat teavitamiskohustust TsÜS § 95.<sup>198</sup> Peamine kontseptsiooni erinevus prospektivastutusega on see, et prospekt peab

<sup>194</sup> T. Tampuu, (viide 72), lk 177.

<sup>195</sup> P. Varul ... [jt.] (2016), (viide 58), lk 85.

<sup>196</sup> P. Varul ... [jt.] (2016), (viide 58), lk 89.

<sup>197</sup> P. Varul ... [jt.] (2016), (viide 58), lk 90.

<sup>198</sup> T. Tampuu, (viide 72), lk 183.

sisaldama kogu teavet, mis investorile hindamiseks vajalik on, mitte ainult sellist, mille vastu võiks olla äratuntav huvi. *C.i.c.* vastutusega võiks see kokku sobituda siiski põhimõtte järgi, et lepingueelsete kohustuste teavituse sisu hõlmab ka seadusest tulenevat teavitamiskohustust. Kuna ebaõigete andmete esitamine on seadusest tuleneva kohustuse rikkumine VÕS § 100 mõistes, ei ole kahju hüvitamise nõude esitamisel tarvis tõendada teavitamiskohustuse tekkimist, vaid ainult edastatud andmete mittevastavust tõele.<sup>199</sup> Sama kehtib ka prospektivastutuse korral, kuna prospekti avaldamise ning selles sisalduva teabe kohustus on sätestatud seaduses. Siiski on erinevus *c.i.c.* vastutuse puhul hüvitatava kahju ulatuses võrreldes prospektivastutusega. VÕS § 14 – 15 rikkumise korral on hüvitisnõudeks nn negatiivne varaline kahju (usalduskahju) hüvitamine.<sup>200</sup> Prospektivastutuse korral on kahju hüvitamise ulatus sätestatud VPTS § 26 lg-s 1. *C.i.c.* vastutus võiks tulla kõne alla eelkõige isikute suhtes, kes võtavad prospektis esitatava teabe eest vastutuse, kuid kellele hetkel ei kehti VPTS-i vastutuse regulatsioon ning samuti emitendi juhatuse liikmete suhtes. Eesti autorid on leidnud, et *c.i.c.* vastutuse kaudu võiks kohtud tunnistada ka juhatuse liikmete prospektivastutust kui iseloomulikku usaldusvastutust.<sup>201</sup>

### **3.3. Emitendi ja juhatuse liikme vastutuse muud alused ebaõige teabe avaldamisel**

#### **3.3.1. Vastutuse alused perioodilise teabe ja siseteabe avaldamisel**

Euroopa Liidu regulatsioonides ei ole sätestatud liikmesriigile prospektivastutusega sarnast kohustust näha ette emitendi või selle juhatuse liikme kahju hüvitamise regulatsioon muu teabe (korraldatud teabe) avaldamisel. Turukuritarvituse määrase põhjendustes on selgitatud järgnevalt: „Väära või eksitava teabe levitamine võib finantsinstrumentide hindu suhteliselt lühikese aja jooksul märkimisväärselt mõjutada. See võib seisneda ilmselgelt väära teabe esitamises, aga ka oluliste faktide tahtlikus varjamises ja teadlikult ebatäpse teabe esitamises. Selline turuga manipuleerimine kahjustab eelkõige investoreid, sest selle tõttu tuginevad nad investeerimisotsuste tegemisel väärale või moonutatud teabele. ... Seetõttu võib kahjulik mõju investoritele ja emitentidele püsida suhteliselt pikka aega, enne kui tuvastatakse, et teave on väär või eksitav, ja emitent või teabe levitamise eest vastutavad isikud selle parandavad.

---

<sup>199</sup> P. Varul ... [jt.] (2016) (viide 58), lk 95.

<sup>200</sup> T. Tampuu, (viide 72), lk 184.

<sup>201</sup> L. Tolstov, J. Lahe, (viide 167), lk 89.

Seetõttu tuleb väärte või eksitava teabe, sh kuulduste ja väärte või eksitavate uudiste levitamine kvalifitseerida käesoleva määruse rikkumiseks.<sup>202</sup>

Kehtivas VPTS-s ei ole perioodilise teabe või siseteabe avaldamisel eraldi vastutuse sätteid, mis tähendab, et ebaõige või puuduliku teabe avaldamisel tuleb investoril kahjunõue esitada muudel alustel, eelkõige delikti üldalustel. VPTS-i varasemas redaktsioonis oli §-s 188<sup>10</sup> sätestatud isiku õigus nõuda Eesti turul kaubeldava finantsinstrumendi emitendilt talle emitenti otseselt puudutava siseteabe avalikustamata jätmisest või ebaõige siseteabe avalikustamisest põhjustatud kahju hüvitamist. Seoses turukuritarvituse määruse jõustumisega on kehtetuks tunnistatud suurem osa VPTS-i turukuritarvituse keelamise regulatsioonist ning samuti viidatud kahju hüvitamise säte.<sup>203</sup> Väärtpaberituruse seaduse ja Finantsinspektsiooni seaduse muutmise seaduse eelnõu seletuskirjas<sup>204</sup> on kahju hüvitamise sätte kehtetuks tunnistamise kohta esmalt viidatud, et sellele paragrahvile ei ole kahju hüvitamise nõuete esitamisel tuginetud ja vastavat kohtupraktikat ei ole tekkinud. Seletuskirjas leitakse, et emitendi erinevate kohustuste ringi arvesse võttes võib viidatud säte kahju hüvitamise alusena jääda liiga kitsaks. Samas leitakse, et oluline on piiritleda kahju hüvitamise nõude esitamist ainult emitendi kaalukamate kohustuste rikkumisega, kuid ei peeta põhjendatuks ka laiaulatusliku vastutuse kehtestamist tulenevalt keerukusest põhjusliku seose tuvastamisel emitendi kohustuste mittetäitmise ja investoril tekkinud kahju vahel ning viidatakse ka, et kahju suurus ei pruugi olla tingimata otseses seoses kohustuse sisuga. Seletuskirjas on leitud, et VPTS § 188<sup>10</sup> kehtetuks tunnistamine ei piira siiski investorite õigust nõuda kahju hüvitamist, kuna kahju hüvitamise nõudes saab erinormide puudumisel tugineda VÕS-le, viidates ka täpsemalt VÕS § 1045 lg 1 p-le 7.<sup>205</sup>

FSMA artikkel 90A sätestab emitendi vastutuse seoses avaldatud informatsiooniga ning sätestab, et emitent on kohustatud maksma hüvitist isikutele, kes on saanud kahju seoses ebaõige või ebaausa teavitusega või ebaausa viivitusega teabe avaldamisel. FSMA lisas 10A on täpsustatud vastutuse reegleid ning selle alusel on emitent kohustatud maksma hüvitist isikule, kes omandab, hoiab või võõrandab väärtpabereid, usaldades avalikustatud teavet ning kannab kahju seoses avaldatud ebaõige teabega või teabe avaldamata jätmisega, kui teave oleks tulnud avaldada. Emitent on vastutav ebaõige või väljajäetud teabe eest ainult juhul, kui

---

<sup>202</sup> Turukuritarvituse määruse põhjenduste p 47.

<sup>203</sup> Väärtpaberituruse seaduse ja Finantsinspektsiooni seaduse muutmise seadusega (RT I, 07.04.2017, 2) tunnistati muuhulgas kehtetuks VPTS § 188<sup>10</sup> sätestatud kahju hüvitamise regulatsioon alates 17.04.2017.

<sup>204</sup> Seletuskiri väärtpaberituruse seaduse ja Finantsinspektsiooni seaduse muutmise seaduse eelnõu 359 SE juurde.

<sup>205</sup> Seletuskiri väärtpaberituruse seaduse ja Finantsinspektsiooni seaduse muutmise seaduse eelnõu 359 SE juurde, lk 11.

emitendi siseselt juhtivat positsiooni omav isik teadis, et info oli vale või oli hooletu selles osas, samuti kui juhtivat positsiooni omav isik teadis olulise teabe väljajätmisest või oli selles osas hooletu.<sup>206</sup> Juhtivat positsiooni hoidvaks isikuks loetakse äriühingu juhatuse liiget või juhtimisõigust omavaid osanikke, seega aktsiaseltsi tüüpi äriühingus on vastutuse tekkimise eelduseks see, et juhatuse liige oli teadlik või pidi teadlik olema puudusest.<sup>207</sup> Kahju loetakse toimunuks juhul, kui isik omandas, hoidis või võõrandas vastavad väärtpaberid, usaldades küsimuse all olevat teavet ning kui tema poolt oli mõistlik sellele teabele toetuda.<sup>208</sup> Isiku tegu loetakse ebaausaks antud sätete alusel kui (ja ainult kui) seda peetakse ebaausaks isikute poolt, kes regulaarselt kauplevad vastaval väärtpaberiturul ning kui isik oli või oleks pidanud olema teadlik, et seda tegu loetakse ebaausaks.<sup>209</sup> Samas välistatakse FSMA lisa 10A sätete alusel otsene nõue juhatuse liikmete ja muude isikute vastu sätestades, et ükski isik peale emitendi ei ole vastutav sellise kahju eest.<sup>210</sup> Antud sätted ei välista siiski kahju nõudmist muudel alustel nagu näiteks lepinguline suhe või teised eriseadused.<sup>211</sup> Võrreldes prospektivastutusega on muu teabe avaldamisel emitendi süü vorm teistsugune kui prospektivastutusel, seega emitent on vastutav ainult juhul kui juhtorgani liige teadis, et teavitus oli eksitav või oli hooletu selle kontrollimisel või jättis ebaausalt olulise asjaolu avalikustamata.<sup>212</sup>

FSMA artikkel 90A laieneb kogu teabele, mida reguleeritud teabe süsteemi kaudu avalikustatakse.<sup>213</sup> Oluline on siin välja tuua, et korraldatud teabe alla kuuluvad ka poolaasta ning majandusaasta aruanded ning tuleks analüüsida, milline on üldjuhul emitendi või juhatuse vastutus finantsaruannete koostamisel. Eestis on Riigikohus leidnud, et raamatupidamise aastaaruande koostamist reguleerivad sätted on muu hulgas võlausaldajate kaitseks kehtestatud normid.<sup>214</sup> Riigikohus on selgitanud, et RPS § 15 lg 1 kohaselt on raamatupidamise aastaaruande eesmärk anda õige ja õiglane ülevaade raamatupidamiskohustuslase finantsseisundist ja majandustulemustest ning mitmest RPS-i sättest nähtub, et need peavad muu hulgas kaitsma ka ühingu võlausaldajaid ja avalikku huvi.<sup>215</sup> Raamatupidamise aastaaruande koostamisel kasutatavaid alusprintsippe selgitades on Riigikohus viidanud muuhulgas RPS § 16 p-le 4, mis näeb ette olulisuse printsiibi - raamatupidamise aruandes peab

---

<sup>206</sup> FSMA Schedule 10 A osa 2 p 3.

<sup>207</sup> FSMA Schedule 10 A osa 3 p 5.

<sup>208</sup> FSMA Schedule 10 A osa 2 p 3 – 4.

<sup>209</sup> FSMA Schedule 10 A osa 2 p 6.

<sup>210</sup> FSMA Schedule 10 A osa 2 p 7 (2). FSMA Schedule 10 A osa 2 p 7 (3)(a)(v) alusel ei kehti see välistus juhul, kui isik oli võtnud teise isiku ees vastutuse teatud kindlaksmääratud teabe õigsuse ja täielikkuse osas.

<sup>211</sup> FSMA Schedule 10 A osa 2 p 7 (3).

<sup>212</sup> W. Sawitt (ed), (viide 96), lk 102.

<sup>213</sup> W. Sawitt (ed), (viide 96), lk 102.

<sup>214</sup> RKTko 3-2-1-69-15 p 19, RKTko 3-2-1-82-15 p 12.

<sup>215</sup> RKTko 3-2-1-82-15 p 12.

kajastuma kogu oluline informatsioon, mis mõjutab raamatupidamiskohustuslase finantsseisundit, majandustulemusi ja rahavoogusid. Oluline on selline aruandefinformatsioon, mille avaldamata jätmine võib mõjutada aruande põhjal tehtavaid majandusotsuseid. RPS § 16 p 7 sätestab objektiivsuse printsiibi, mille järgi peab raamatupidamise aruandes esitatav informatsioon olema neutraalne ja usaldusväärne. Samuti on viidatud RPS § 16 p 8 konservatiivsuse printsiibile ning RPS § 16 p 9 avalikustamise põhimõttele.<sup>216</sup> Vastavalt Riigikohtu seisukohale peab eelnevast tulenevalt juhatus tagama, et raamatupidamise aastaaruandes oleksid kajastatud kõik olulised asjaolud, mis võivad mõjutada äriühingu majandusseisu ja mis võivad mõjutada äriühingu lepingupartneri majanduslikke otsuseid.<sup>217</sup>

Inglise kohtupraktikas on erinevaid lahendeid seoses vastutusega majandusaasta aruandes esitatud teabe eest. Enne FSMA 2000 jõustumist leidis kohus lahendis *Caparo v Dickman*<sup>218</sup>, et majandusaasta aruande peamine eesmärk on anda aktsionäridele vajalikku teavet üldkoosolekul juhtimisotsuste vastuvõtmiseks, mitte pakkuda investeerimisnõu. Mõni aasta hiljem lahendis *Galoo Ltd v Bright Grahame Murray*<sup>219</sup> on apellatsioonikohus leidnud, et vastutus võib tekkida ka seoses majandusaasta aruandes esitatud andmetega kui on teada, et neid kasutatakse teatud erilisel eesmärgil. Nimetatud kaasuses oli majandusaasta aruanne oluline ülevõtmispakkumise hindamiseks.<sup>220</sup> Korraldatud teabe avalikustamisel tuleks vastutuse kohaldamiseks autori arvates lähtuda põhimõttest, et teave on investoritele oluline eelkõige väärtpaberite hindamise seisukohalt ning seega peavad ka finantsaruanded sisaldama selles osas kogu vajalikku teavet ega ei või sisaldada olulisi väljajätmiseid.

WpHG §-des 97 ja 98 on sätestatud emitendi vastutus siseteabe avaldamata jätmisel või vale siseteabe avaldamisel. Emitent on kohustatud hüvitama kolmandale isikule tekitatud kahju juhul kui isik:

- ✓ Ostis finantsinstrumendi teabe esitamata jätmise ajal ning endiselt omab seda instrumenti informatsiooni avalikustamise ajal;
- ✓ Ostis finantsinstrumendi enne vastava (avaldamata) siseteabe olemasolu ning müüb selle peale avalikustamata jätmist;

---

<sup>216</sup> RKTKo 3-2-1-69-15 p 15 – 16. Samas lahendis on Riigikohus selgitanud kohustust järgida RPS-i lisa 1 esitatud bilansiskeemi ja ühte lisa 2 esitatud kasumiaruande skeemidest kui raamatupidamise aastaaruanne koostatakse vastavalt Eesti heale raamatupidamistavale. Lahendis viidatakse ka täpsemalt Raamatupidamise Toimkonna Juhendi sättele, mille kajastamisreegleid kostja võis rikkuda.

<sup>217</sup> RKTKo 3-2-1-69-15 p 16.

<sup>218</sup> A. Alcock, (viide 64), lk 11, viidatud kohtulahend *Caparo Industries Plc v Dickman* [1990] 2 A.C. 605 HL.

<sup>219</sup> A. Alcock, (viide 64), lk 11, viidatud kohtulahend *Galoo Ltd v Bright Grahame Murray* [1994] 1 W.L.R. 1360 CA.

<sup>220</sup> A. Alcock, (viide 64), lk 11.



- ✓ Ostis finantsinstrumendi peale valetabe avalikustamist ning omab finantsinstrumenti ajal, mil selgub, et teave oli ebaõige;
- ✓ Ostis finantsinstrumendi enne valetabe avalikustamist ning müüb selle enne, kui selgub, et teave oli ebaõige.

Emitendid, kes suudavad tõendada, et väljajätmine ei toimunud tahtluse või raske hooletuse tõttu, või et nad ei olnud teabe ebaõigsusest teadlikud ning see teadmatus ei hõlma rasket hooletust, ei ole antud sätete alusel vastutavad. Samuti ei ole emitent vastutav, kui nimetatud tingimustel tegi tehinguid isik, kes teadis avalikustamata siseteabe olemasolust või ebaõigest siseteabest. WpHG § 97 lg 4 ning § 98 lg 4 järgi ei välista vastavad sätted võimalust esitada nõudeid lepingulisel või deliktilisel alusel. Tulenevalt WpHG § 97 lg 5 ja § 98 lg 5, on lepingud, mis vähendavad emitendi õigust esitada kahju hüvitamise nõue nimetatud rikkumiste osas juhatuse liikmete vastu või välistavad juhatuse liikmete vastutuse, tühised.

Üks Saksa kohtupraktika olulisemaid kaasuseid *ad hoc* teavitustest on *Infomatec AG* vastu esitatud hagid, milles on tehtud kokku kolm BGH lahendit.<sup>221</sup> 1997 – 2003. aastani haldas Frankfurdi börs *Neuer Markt* segmenti, mis toimis *OTC* ehk siis väljaspool kauplemiskohta keskkonnana ning selles olid noteeritud tehnoloogia ja uue majanduse ettevõtjad. Tegemist oli keskkonnaga, milles noteerimisele on mõnevõrra lihtsamad nõuded, kuid siseteabe regulatsioon kehtib võrdselt kõikidele kauplemiskeskondadele. Peale algatamist 1997. aastal tõusis 50 suuremat ettevõtjat koondav *Neuer Markt Index* 2000. aastatel 500% võrra ning seejärel langes 9000 punktilt 1000 punktile ning 90% langus viis kaasa umbes 200 miljardit eurot. *Infomatec AG* vastu, mis on tänaseks maksejõuetu, ning selle juhtide vastu algatati nii tsiviil- kui ka kriminaalasjad seoses sisetehingute ja turumanipulatsiooniga.<sup>222</sup> Madalama astme kohtus väitsid hagejad, et nad olid usaldanud mitmeid *ad hoc* teavitusi äritehingutest ning ainult nende teavituste tõttu aktsiaid soetanud, kuigi mitmed olid ostnud aktsiad alles mitu kuud peale nimetatud teateid. Madalama astme kohtud leidsid, et ettevõtte juhtkond oli teadlikult esitanud valetateid, kuid mitmed hagejad kaotasid esimese astme kohtus, kuna kohtud ei leidnud, et hagejad oleksid vastavatele teavitustele toetunud. Madalama astme kohtu lahendites<sup>223</sup> leiti muuhulgas, et kostjad ei olnud tegutsenud tahtlikult ega eesmärgiga hagejat kahjustada ning oli hagejate enda risk investeerida nii riskantsetesse aktsiatesse.<sup>224</sup> Peale apellatsioonmenetlust

<sup>221</sup> BGH II ZR 217/03, BGH II ZR 218/03 ning BGH II ZR 402/02, 19.07.2004.

<sup>222</sup> D. Reidenbach, Executives' Liability for Incorrect Ad Hoc Announcements - A Comment on the Decision of the German Federal Court of Justice (BGH) in re Infomatec AG, BGH II ZR 217/03, 218/03 and 402/02 of 19 July 2004, lk 1081.

<sup>223</sup> Madalama astme kohtulahendid lahendile BGH II ZR 217/03: LG Augsburg BKR 2002, 236 (6 0 154/01 236) (9. jaanuar 2002); OLG München BKR 2003, 504 (30 U 103/02) (20. detsember 2002).

<sup>224</sup> D. Reidenbach (viide 222), lk 1082.

jõudis asi Saksamaa Ülemkohtusse, kes selgitas mitmeid siseteabega seotud küsimusi ning seda lahendit endiselt peetakse üheks olulisemaks selles valdkonnas. Esimese küsimusena analüüsiti, kas *ad hoc* teavitusi võib käsitleda sarnaselt prospektidega, mis on aluseks üldise prospektivastutuse kohaldamiseks. Kohtu arvates ei saa *ad hoc* teavitusi üldjuhul käsitada kui prospekte, kuna prospekti eesmärk on välja tuua kõik olulised faktid, mis on vajalikud investeerimisotsuste tegemiseks. Sama nõue ei ole täidetud informatsiooni osas, mida antakse ühekordsete sündmuste kohta.<sup>225</sup>

Tookordsed siseteabe reeglid olid sätestatud WpHG §-s 15 ning turuga manipuleerimise keeld börsiseaduse (*Börsengesetz*, BörsG) §-s 88. Nimetatud sätete tõlgendamise osas leidsid nii tookordsed õigusteadlased kui ka ühes teises lahendis Saksamaa Konstitutsioonikohus,<sup>226</sup> et eesmärk seadusandja poolt on kaitsta ainult kapitaliturge kui selliseid ning investorid on kaitstud selle peegeldusena, kuid ei oma iseseisvat nõudeõigust.<sup>227</sup> Lõpuks, kõige olulisemana, BGH klassifitseeris vastutuse nõudeks BGB § 826 alusel seoses tahtliku ja heade kommete vastase kahju tekitamisega. Kuna hagejad olid alamate astmete kohtus tõendanud, et kostjad teadsid teadete eksitusest ning BGH on seotud alamate astmete kohtu tuvastatud asjaoludega, pidi BGH vastama küsimusele, kas kostjad tahtlikult ning heade kommete vastaselt kahjustasid hagejaid. Lisaks pidi kohus otsustama, millist kahju saavad hagejad nõuda teavitustele toetudes ning milline on tõendamisstandard, et kinnitada sellist usaldust.<sup>228</sup> Kuna kostjad teadsid teabe ebaõigsusest, ei aktsepteerinud kohus kostjate väidet üksnes hooletusest. Lisaks leidis kohus, et kostjad olid käitunud heade kommete vastaselt, kuna nad aktsepteerisid igasuguseid (sh illegaalseid) vahendeid aktsiate hinna üleslükkamiseks ning neid mõjutas ka enese kasu, sest mitmed neist omasid arvestatavat osa aktsiaid ning võitsid aktsiate hinnatõusust vastavalt.<sup>229</sup>

Kohus analüüsis ka tõendamisstandardit seoses teavitustele toetumisega investorite puhul, kes olid otnud aktsiaid mitu kuud peale ebaõigete teavituste tegemist. Küsimus oli selles, et milline oleks eeldatav usaldus teavituste osas ilma, et hagejad peaksid tegelikku teavitustele tuginemist tõendama. Kohus leidis, et selline tõendamisstandard võiks eksisteerida, kui on olemas ilmne seos investeerimisotsuste ning teavituste vahel. Nimetatud seost on varasemalt jaatatud ainult siis, kui elukogemus osutab tüüpilise kausaalseose tõenäosusele.<sup>230</sup> Varasemas kohtupraktikas

---

<sup>225</sup> D. Reidenbach (viide 222), lk 1083

<sup>226</sup> D. Reidenbach (viide 222), lk 1083, viidatud lahend BVerfG ZIP 2002, 1986, 1988 (2 BvR 742/02) (24 Sep. 2002).

<sup>227</sup> D. Reidenbach (viide 222), lk 1083. BörsG vastava sätte kohta analüüsiti veel, et investori isiklik nõudeõigus võib tekkida juhul, kui üksikisiku kaitse kaudu on võimalik kaitsta ka kapitaliturge.

<sup>228</sup> D. Reidenbach (viide 222), lk 1084.

<sup>229</sup> D. Reidenbach (viide 222), lk 1085.

<sup>230</sup> D. Reidenbach (viide 222), lk 1085 – 1086.

on leitud,<sup>231</sup> et see ei kehti situatsioonidele, mil isikud teevad vaevalt etteaimatavaid otsuseid. BGH leidis, et investeerimisotsused on sarnased otsused, kuna investoreid mõjutab suur hulk ratsionaalseid ja irratsionaalseid faktoreid. Teisalt leidis kohus, et tegelikkuses oleks võimatu tõendada tegelikku toetumist nimetatud andmetele. Seetõttu analüüsis BGH, millal oleks selline kausaalseos tõenäoline. Varasemas praktikas oli BGH leidnud,<sup>232</sup> et usalduse eeldus oleks täidetud aktsiate pakkumise prospektides, kuna prospektid võivad tekitada investeerimisõhkkonna (*Anlagestimmung*), mis loob eelsoodumuse investeringuks. BGH leidis, et selline lähenemine ei kehti *ad hoc* teavitustele põhjusega, et need teavitused ei anna edasi kogu vajalikku infot otsuse tegemiseks ning ei pidanud nende investorite toetumist teavitustele ilmseks, kes olid ostnud aktsiaid mitu kuud hiljem. Kahjuhüvitis mõisteti välja investorile, kes tõendas, et oli aktsiaid ostnud ainult nendele ebaõigetele teavitustele toetudes.<sup>233</sup>

Ka kohtulahendite analüüsis on leitud, et sarnaste kaasuste puhul on kõige keerulisem tõendada investorite toetumist nimetatud teabele.<sup>234</sup> Investorid teevad otsuseid mitmetel erinevatel põhjustel ja ainult ühe teavituse põhjal investorid üldjuhul ei soeta aktsiaid. Analüüsis on välja toodud võrdlus USA kohtupraktikaga, milles on samuti leitud, et investori toetumist nimetatud teabele on keeruline tõendada ning USA kohtupraktikas on võimalik investoril toetuda turuhinna usaldusväärsele kui sellisele, mis peakski peegeldama kogu turuinformatsiooni.<sup>235</sup>

Autori arvates on õigustatud nii Saksa kui ka Inglise väärtpaberitureregulatsioonid, mis sätestavad täpsemad alused emitendi poolt kahju hüvitamiseks seoses ebaõige teabe avaldamisega, täpsustades muuhulgas rikkumise sisu, kahju hüvitamiseks õigustatud isikute ringi ning vastutuse ulatust. Vastavaid reegleid sätestamata tuleb investori kahjunõuet hinnata eelkõige delikti üldalustel seoses kaitsenormi rikkumisega või heade kommete vastase tahtliku käitumisega, kuid nagu eelnevalt viidatud, siis kausaalsest avaldatud valeteabe ning investori poolse otsuse vahel on keeruline tõendada. Ka Eestis tuleks autori arvates seetõttu kaaluda sarnaselt käesoleva magistritöö käigus analüüsitud võrdlusriikide õigusaktidele emitendi vastutuse reguleerimist väärtpaberituru teabe avalikustamisel nii siseteabe kui ka perioodilise teabe osas.

---

<sup>231</sup> D. Reidenbach (viide 222), lk 1086, viidatud lahend BGHZ 100, 214, 216 (IV a ZR 205/85) (18. märts 1987).

<sup>232</sup> D. Reidenbach (viide 222), lk 1086, viidatud lahend BGHZ 139, 225, 233 (XI ZR 173/97) (14. juuli. 1998).

<sup>233</sup> D. Reidenbach (viide 222), lk 1087.

<sup>234</sup> D. Reidenbach (viide 222), lk 1092.

<sup>235</sup> D. Reidenbach (viide 222), lk 1093.

Oluline erisus Inglise ja Saksa regulatsioonide vahel on see, et FSMA ei täpsusta, millise teabe esitamisel tekib investoril kahjunõue, seega võib antud sätete alusel olla võimalik emitendi vastutus ka ebaõigete finantsaruannete esitamisel. Saksa õiguses puudutavad nimetatud vastutuse sätted ainult siseteavet ehk siis *ad hoc* teavitusi. Kuna finantsandmed mõjutavad otseselt väärtpaberite hindamist ja on oluliseks teabeallikaks järelturu tehingutes, siis on emitendi vastutus ebaõigete finantsandmete esitamisel pigem õigustatud, kuid see vastutus peab olema piiratud ainult juhtumitega, kus finantsaruanded on aluseks investorite kauplemisega seotud otsustele.

### 3.3.2. Vastutus kaitsenormi rikkumise korral

Emitendi vastutus väärtpaberiturul reeglite rikkumisest seoses teabe avaldamisega saab deliktalise vastutuse üldalusel tekkida eelkõige seadusest tuleneva kohustuse rikkumisel. VÕS § 1045 lg 1 p 7 kohaldamine on kannatanu jaoks oluline juhtudel, kui kahju on puhtmajanduslik ja puhtmajanduslik kahju on hõlmatud kaitsenormi kaitse-eesmärgiga.<sup>236</sup> Nimetatud sätte rakendamiseks on vaja igal konkreetsel juhul tuvastada rikutud normi kaitseulatus tulenevalt VÕS § 1045 lg-le 3 ning selgitada, kas kannatanu kaitsmine ja temal tekkinud kahju ärahoidmine oli kostja poolt rikutud sättest nähtuva kaitsenormi eesmärgiks VÕS § 127 lg 2 mõttes. VÕS § 127 lg 2 deliktiõiguslikul kohaldamisel tuleb muuhulgas arvestada sellega, kuivõrd ettenähtav oli mingi üldise (lepinguvälise) keelu või kohustuse rikkumise kahjulik tagajärg mõistlikule isikule. Piisab, kui kannatanu kahju ärahoidmine oli väidetava kaitsenormi üheks eesmärgiks.<sup>237</sup> BGB § 823 lg 2 sätestab samuti vastutuse teist isikut kaitsva normi rikkumise korral.<sup>238</sup> Kostja peab tõendama, et tekkinud kahju oli selline, mida seadusandja soovis ära hoida ning kostja kuulub nende isikute hulka, keda seadusandja soovis kaitsta.<sup>239</sup>

Lisaks kaitsenormi kaitseulatusale tuleb kaitsenormi tõlgendamise teel teha kindlaks, kas kostjal lasus kaitsenormi täitmise kohustus ning milline peab olema kaitsenormi rikkumise subjektiivne külg. Juhul kui kaitsenormi rikkumise koosseis sisaldab tahtlust või muus vormis süülist käitumist, peab hageja seda ka tõendama.<sup>240</sup> Normi kaitse-eesmärgi osas tuleb välja tuua, et Euroopa regulatsioonides on siseteabe ja korraldatud teabe avalikustamise põhjustena

<sup>236</sup> T. Tampus, (viide 72), lk 245.

<sup>237</sup> T. Tampus, (viide 72), lk 244.

<sup>238</sup> BGB § 823 lg 2 teine lause sätestab, et kui normi rikkumine saab toimuda ka süüst sõltumata, siis vastutus kahju hüvitamiseks eksisteerib ainult süü korral.

<sup>239</sup> B.S. Markesinis, H. Unberath. The German Law of Torts. A Comparative Treatise. 4th Ed. Hart Publishing, Oxford and Portland, Oregon, 2002, lk 886.

<sup>240</sup> T. Tampus, (viide 72), lk 244.

samaaegselt välja toodud nii investorite kaitse, turu efektiivsus<sup>241</sup> kui ka seeläbi emitendi kaitse<sup>242</sup> ning eelkõige viimased ei põhjenda veel investorite subjektiivset õigust kahju hüvitamisele. Inglise õiguskirjanduses on leitud, et tsiviilmenetluses on võimalik toetuda otse Euroopa Liidu õigusaktidele kui need on piisavalt täpsed ning tingimusteta, et luua isikutele õiguseid. Selleks peab olema ka lüli isiku huvi ja normi kaitse-eesmärgi vahel ning kausaalseos, et isik kandis kahju selle normi rikkumise tagajärjel. Sisuliselt on peetud ka turukuritarvituse määruse sätteid piisavalt täpseteks ning tingimusteta regulatsioonideks, et üksikisikule õiguseid luua.<sup>243</sup>

Vastavalt alapunktis 3.3.1. analüüsile on Riigikohus leidnud, et mitmed RPS-i sätted kaitsevad muu hulgas ühingu võlausaldajaid ja avalikku huvi.<sup>244</sup> Investoritele antava teabega seoses tuleks välja selgitada, kas investorid on isikud, kelle huvide kaitseks RPS-i sätted või laiemalt raamatupidamisaruannetes esitatava teabega seotud regulatsioonid on suunatud.<sup>245</sup> Läbipaistvusdirektiiv, mis reguleerib muuhulgas investoritele perioodilise teabe esitamist, määratleb aasta- ja vahearuanete esitamist puudutavas osas ühe eesmärgina emitendi varadest, kohustustest, finantsolukorrast ja kasumist või kahjumist õige ja õiglase ülevaate andmise põhimõtte.<sup>246</sup> Perioodilise teabe esitamise nõuded on sätestatud VPTS §-des 184<sup>10</sup> – 184<sup>13</sup>, mis reguleerivad majandusaasta aruande, vahearuanete ja muu perioodilise teabe avalikustamist. Kuna investoritele on kauplemisega seotud otsuste tegemiseks oluline, et majandusaasta aruannetes ja vahearuanetes esitatav teave kajastaks õigesti emitendi finantsseisundit, siis võiks autori hinnangul RPS-i ning rahvusvaheliste arvestuse ja aruandluse standardite vastavad sätted olla investorit kaitsvad normid. Ka ühinguõigust käsitlevas õiguskirjanduses on leitud, et finantsaruandluse kohta käivad normid on osanike ja kolmandate isikute kaitse normid.<sup>247</sup>

---

<sup>241</sup> Läbipaistvusdirektiivi p 1.

<sup>242</sup> Turukuritarvituse määrus, põhjenduste 47.

<sup>243</sup> W. Sawitt (ed), (viide 96), lk 105.

<sup>244</sup> RKTko 3-2-1-82-15 p 12.

<sup>245</sup> Määruse 1606/2002/EÜ artikli 4 alusel tuleb reguleeritud turul noteeritud äriühingute raamatupidamise aastaaruanded koostada kooskõlas rahvusvaheliste raamatupidamisstandarditega. Ka RPS §-s 16 sätestatud aastaaruande koostamise alusprintsübid põhinevad vastavalt RPS § 16 esimesele lausele rahvusvaheliselt tunnustatud arvestuse ja aruandluse põhimõtete osaks olevatel alusprintsüpidel. Määruse 1606/2002/EÜ vastuvõtmise eesmärgiks oli tulenevalt selle artiklist 1 reguleeritud turul noteeritud emitentide poolt kasutatavate finantsaruandlusstandardite ühtlustamine, et tagada finantsaruannete hea läbipaistvus ja võrreldavus ja seeläbi ühenduse kapitalituru ja siseturu tõhus toimimine.

<sup>246</sup> Läbipaistvusdirektiivi põhjenduste p 9. Läbipaistvusdirektiivi alusel perioodilise teabe esitamisega seotud reeglite muutmine on suunatud lisaks efektiivsete turgude toimimisele otseselt ka investorite kaitsele. Näiteks läbipaistvusdirektiivi artikli 6 alusel aktsiaemitentidele kehtestatud juhtkonna vaheteade regulatsiooni eesmärgiks on sisuliselt võimaldada investoritele emitendi finantsseisundist informeeritud hinnangute andmine.

<sup>247</sup> K. Saare jt, (viide 46), lk 301, äärenr 1507.

Emitendi vastutus VÕS § 1045 lg 1 p 7 alusel on võimalik juhul, kui kõik delikti üldkoosseisu elemendid on tuvastatud.<sup>248</sup> Siseteabe avalikustamisega seotud rikkumiste korral tuleb esmalt analüüsida objektiivset teokoosseisu – kas emitent on toime pannud ebaõige teabe avaldamise või avaldamata jätmisega rikkumise turukuritarvituse määruse artikli 17 lg 1 mõistes, kas kannatanul tekkis seetõttu kahju ning kas teo ja kahjuliku tagajärje vahel on põhjuslik seos. Eesti õiguskirjanduses on M. Hint analüüsinud teavitamiskohustuse rikkumisega tekitatud õigusvastast kahju ning toonud peamise probleemina välja põhjusliku seose tuvastamise kahju tekitaja teo ja kannatanul tekkinud kahju vahel.<sup>249</sup> Ka käesoleva töö autor nõustub sellega. Kehtiv turukuritarvituse määrus sätestab siseteabe määratluse osas kriteeriumi, et see teave peaks avalikustamise korral tõenäoliselt avaldama märkimisväärset mõju finantsinstrumendi hinnale.<sup>250</sup> Kahjulik tagajärg investori jaoks on väärtpaberi(te) väärtuse vähenemine, mis on olemuselt puhtmajanduslik kahju. Kuna väärtpaberiturust tehingute puhul sõltub hind paljudest faktoritest, on investoril tegelikkuses keeruline tõendada siseteabe avaldamisega seotud rikkumise ja kahjuliku tagajärje vahelist kausaalseost, mis on kahju hüvitamise aluseks tulenevalt VÕS § 127 lg-st 4. Õigusvastasuse tasandil tuleb järgmisena kindlaks teha VÕS § 1045 lg-s 2 sätestatud õigusvastasust välistavate asjaolude puudumine. Süü vormi tuvastamisel tuleb lähtuda VÕS § 104 määratletud hooletuse, raske hooletuse ja tahtluse mõistetest kui süü vormidest. Seega võib Eestis siseteabe ebaõigel või ebapiisaval avaldamisel vastutada emitent või juhatuse liige ka hooletuse korral.

VÕS § 1050 lg 1 sätestab kahju tekitaja süü presumptsiooni, mis tähendab õigusvastaselt kahju tekitanud isiku poolse käibes vajaliku hoolsuse rikkumise eeldamist.<sup>251</sup> Vastavalt VÕS-i kommentaarides selgitatule toimub kaitsenormi rikkumise tuvastamine teo õigusvastasuse kindlakstegemise staadiumis ning siis ei eeldata kaitsenormi subjektiivse külje hulka kuuluvat süüd. Ehk siis õigusvastasuse tuvastamise käigus VÕS § 1050 lg-s 1 sätestatud eeldust ei kohaldata.<sup>252</sup> VÕS § 1045 lg 1 p 7 nimetatud kaitsenormi rikkumise korral tuleb vastavat normi tõlgendada, et tuvastada, kas seda saab rikkuda ka hooletusest. Kui kaitsenormi rikkumine eeldab hooletust, välistab hooletuse puudumine kahju tekitaja teo õigusvastasuse.<sup>253</sup> Võrdluseks, et WpHG § 97 lg 2 alusel emitent ei vastuta siseteabe avaldamata jätmisest, kui ta suudab tõendada, et siseteabe avaldamata jätmine ei toimunud tahtluse või raske hooletuse tõttu.

<sup>248</sup> Delikti üldkoosseisu iseloomustus vt T. Tampuu, (viide 72), lk 207 jj.

<sup>249</sup> M. Hint, (viide 61), lk 412 – 414.

<sup>250</sup> Turukuritarvituse määruse artikli 7 lg 1 (a).

<sup>251</sup> Eeldatakse üksnes tavalist (mitte rasket) hooletust. P. Varul ... [jt.] Võlaõigusseadus: kommenteeritud väljaanne. III. 8. ja 10. osa (§-d 619-916 ja 1005-1067) Tallinn: Juura, 2009, lk 675.

<sup>252</sup> P. Varul ... [jt.] (2009), (viide 251), lk 675 – 676.

<sup>253</sup> P. Varul ... [jt.] (2009), (viide 251), lk 677.

Vastavalt WpHG § 98 lg 2 ei vastuta emitent ebaõige siseteabe avaldamise eest kui ta tõendab, et ei olnud teadlik siseteabe ekslikkusest ning mitteteadmine ei olnud põhjustatud raskest hooletusest.

Juhatuse liikme vastutuse osas on õiguskirjanduses märgitud, et juriidilise isiku juhtorgani liikme poolt võlausaldajate kaitseks kehtestatud kohustuste rikkumine võib kaasa tuua juhtorgani liikme deliktilise vastutuse VÕS § 1045 lg 1 p 7 alusel ehk seadusest tuleneva kohustuse rikkumisel.<sup>254</sup> Juhatuse liikme võimaliku vastutuse osas tuleb kindlaks teha, kas juhatuse liige on antud sätte mõttes kohustatud subjektiks, ehk siis kas juhatuse liige on rikkunud sellist kohustust, mille eesmärk oli kannatanu kahju ärahoidmine. Riigikohus on selgitanud, et äriühingu juhtorgani liikmed võivad võlausaldajate ees vastutada juhul, kui nad rikuvad mingit seadusest tulenevat kohustust, mis on kehtestatud kas ainuüksi või sealhulgas ühingu võlausaldajate kaitseks.<sup>255</sup> Riigikohtu seisukohalt on ÄS-i sätted, mis kohustavad juhatust korraldama äriühingu raamatupidamist, iseenesest võlausaldajate kaitseks kehtestatud seaduse sätted.<sup>256</sup> Kuna RPS-i ning rahvusvaheliste arvestuse ja aruandluse standardite sätted võivad olla investorit kaitsvad normid seoses emitendi finantsaruannetes esitatud andmete õige kajastamisega, siis juhatuse liikme vastutus võib tuleneda eelkõige sellest, et ÄS § 306 lg 4 alusel korraldab juhatus aktsiaseltsi raamatupidamist. Raamatupidamise korraldamise põhinõuded on sätestatud RPS §-s 4 ning muuhulgas on raamatupidamiskohustuslane kohustatud korraldama raamatupidamist nii, et oleks tagatud aktuaalse, olulise, objektiivse ja võrreldava informatsiooni saamine selle finantsseisundist, finantstulemusest ja rahavoogudest. Juhatus on kohustatud vastavalt ÄS §-le 331 koostama majandusaasta aruande. Vastavalt RPS § 25 lg-le 1 kinnitab tegevjuhtkond<sup>257</sup> majandusaasta aruande heakskiitmisega majandusaasta aruandes esitatud andmete õigsust ja täielikkust.

Nagu ülal viidatud, siis nii FSMA kui ka WpHG alusel on ebaõige teabe avaldamise korral vastutav ainult emitent, mitte juhatuse liige. Samas on Eesti kohtupraktikas juhatuse liige olnud vastutav, kui ta rikub aktsionäri kaitsvat sätet.<sup>258</sup> Emitendi juhatuse liikme vastutus investori ees VÕS § 1045 lg 1 p 7 alusel ei ole kindlasti välistatud ning võib kõne alla tulla nii turukuritarvituse määruuses sätestatud siseteabe avaldamise regulatsiooni rikkumisel kui ka finantsaruannetes esitatud ebaõige teabe korral, kui selle tulemusel ei kajasta finantsaruanded

---

<sup>254</sup> T. Tampuu, (viide 72), lk 199.

<sup>255</sup> RKTko 2-14-50307/132 p 16.2.

<sup>256</sup> RKTko 3-2-1-69-15 p 19, RKTko 3-2-1-191-12 p 16.

<sup>257</sup> Tegevjuhtkond on vastavalt RPS § 3 p 11 raamatupidamiskohustuslase (välja arvatud füüsilisest isikust ettevõtja) igapäevast tegevust juhtima ja tehinguid tegema õigustatud isik või isikud (näiteks äriühingu juhatus).

<sup>258</sup> RKTko 3-2-1-7-10, p-d 30 ja 33.

õigesti emitendi finantsseisundit. Vastutuse kindlakstegemiseks tuleb tuvastada delikti üldkoosseisu elemendid.

### 3.3.3. Vastutus heade kommete vastase tahtliku käitumise korral

Nagu eespool *Infomatec*'i lahendis viidatud, saab vastutus tekkida ka heade kommete vastase tahtliku käitumise alusel. Inglise õiguses tunnistatakse samuti võimalust, et investorid võivad ebaõige teabe avaldamisel nõuda kahju deliktilise vastutuse alusel.<sup>259</sup> *Common law* süsteemis on teatud spetsiifilised rikkumised, mille korral loetakse ka majanduslikud huvid kaitstuks ning selliseks rikkumiseks on pettus.<sup>260</sup> Investor peab suutma pettuse või pettusliku eksitusse viimise kohta tõendada, et valeinfot esitati kavatsetult ning kostja teadis, et see on vale või oli hooletu selle kontrollimisel ning teavitus tehti või teave jäeti andmata isiku poolt, kes 'omas vastutust' investorite ees seoses antava teabega. Siiski ei peeta valeteavet pettuslikuks, kui esitajal oli aus veendumus, et teavitus oli õige ajal, mil see tehti. Kui suudetakse tõendada kavatsetust ning seda, et investor toetus teabele, pöördub tõendamiskoormis kostja poolele.<sup>261</sup> Kavatsetuse alusel peetakse ka väljamõistetava kahju ulatust suuremaks, kuna investor saab taotleda kogu tekkinud kahju hüvitamist, mitte ainult mõistlikult ettenähtavate kahjude hüvitamist või tehingu tagasipööramist.<sup>262</sup>

Võlaõigusseaduse kommenteeritud väljaandes on selgitatud, et VÕS § 1045 lg 1 p 8 kohaldamiseks ei pea kannatanu tõendama, et tahtlikult heade kommete vastaselt käitunud isik tahtis kannatanule tekitada kahju otsese tahtlusega. Piisab, kui isik sai aru või pidi aru saama, et tema tegu võib kahjustada kannatanut ja põhjustada seetõttu õigusvastase tagajärje.<sup>263</sup> Riigikohus on samuti väljendanud seisukohta, et käitumine on heade kommete vastane siis, kui teo eesmärk oli teise isiku tahtlik kahjustamine, seejuures peab olema tõendatud, et kostjal oli algusest peale tahe hagejat kahjustada. Samas piisab teo õigusvastasuse tuvastamiseks VÕS § 1045 lg 1 p 8 järgi sellest, kui kostja mõistis oma käitumise õigusvastasust ja möönis, et see võib tuua hagejale kaasa kahju.<sup>264</sup> Riigikohus on muuhulgas pidanud võimalikuks, et heade kommete vastaseks võib olla tahtlikult ebaõige informatsiooni andmine (antud juhul ebaõige

<sup>259</sup> W. Sawitt (ed) (viide 96), lk 103.

<sup>260</sup> M. Bussani, V. V. Palmer (editors). *Pure economic loss in Europe*, Cambridge University Press, 2010, lk 111.

<sup>261</sup> W. Sawitt (ed) (viide 96), lk 103.

<sup>262</sup> W. Sawitt (ed) (viide 96), lk 103 – 104.

<sup>263</sup> P. Varul ... [jt.] (2009), (viide 251), lk 651.

<sup>264</sup> RKTko 2-15-13216/93 p 18.2.



kinnituse andmine kauba kättesaamise kohta), kui isik möönis, et sellest võib tekkida kinnituse saajal kahju.<sup>265</sup>

Väärtpaberitega kauplemisel peavad nii emitent kui ka juhatuse liige arvestama oma tegevuses sellega, et emitenti puudutav teave on üks olulisemaid tegureid kauplemisotsuste tegemisel. Seega ebaõige teabe andmisel või teabe andmata jätmisel peab isik arvestama, et investorid ei oma tehinguid tehes kogu vajalikku teavet ning võivad kanda kahju, kuna kauplevad ebaõige hinnataseme juures. Olemuselt võib seega emitendi poolt ebaõige teabe andmist või andmata jätmist pidada tahtlikuks heade kommete vastaseks käitumiseks. Arvestama peab ka VÕS § 127 lg 4 sätestatud kausaalseose nõudega, mille järgi kahju hüvitamise kohustus tekib juhul, kui investoril tekib kahju ebaõige teabe, mitte mõne muu väärtpaberihinda mõjutava teguri tõttu. Üheks võimalikuks VÕS § 1045 lg 1 p 8 rikkumise näiteks on liigselt optimistlike tulevikuprognoside esitamine. Kuna finantsprognoside koostamist otseselt raamatupidamise arvestuse ja aruandluse sätted ei reguleeri,<sup>266</sup> ehk siis tegemist ei saa olla kaitsenormi rikkumisega, võib emitendi poolt liigselt optimistlike või muul viisil teadlikult ebaõigete finantsprognoside avalikustamine olla käsitatav heade kommete vastase tahtliku käitumisena.

Ka juhatuse liikmete vastu esitatav nõue võib põhineda tahtlikult heade kommete vastasel käitumisel. Kuigi muu teabe avaldamine ei tekita *Infomatec*'i lahendi põhjal sarnast usaldusvastutust nagu prospektivastutus, võib juhatuse liikmete puhul tuleneda vastutus nende positsioonist seadusliku esindajana ning investorite usaldusest väärtpaberiemitendi juhatuse liikmete poolt antava teabe vastu. Riigikohtu seisukoha järgi võib äriühingu juhtorgani liige vastutada võlausaldajate ees VÕS § 1045 lg 1 p 8 alusel, kui võlausaldajatele tekitati kahju heade kommete vastase tahtliku käitumisega.<sup>267</sup>

Juhatuse liikme vastutus võib autori arvates VÕS § 1045 lg 1 p 8 alusel tekkida ka juhul, kui tegemist ei ole siseteabe või perioodilise teabe avalikustamisega väärtpaberiregulatsioonide mõistes, vaid väärtpaberiemitendi juhatuse liikme poolt väärtpaberi, emitendi tegevuse või muude emitendi ja väärtpaberitega seotud asjaolude kohta avalikkusele teavet andes, mis tegelikkuses ei osutu tõseks.

---

<sup>265</sup> RKTKo 3-2-1-101-16 p 17.

<sup>266</sup> Alapunktis 2.2. on analüüsitud ka finantsprognoside esitamist väärtpaberite avalikul pakkumisel.

<sup>267</sup> RKTKo 2-15-13216/93 p 18.2.

## 4. Investori kahjunõude ulatus

### 4.1. Investori kahjunõude iseloomustus

Ebaõige teabe alusel väärtpaberite märkimise või kauplemisega seotud otsuste tegemine võib tähendada ka vale hinna alusel investeerimisega seotud otsuste ja tehingute tegemist ning seetõttu on investori kahju seoses ebaõige teabe avaldamisega olemuselt puhtmajanduslik kahju. Puhtmajandusliku kahju hüvitamisega seoses esineb mitmeid probleeme, nagu näiteks määramatu vastutus<sup>268</sup> ning kahju ettenähtavus.<sup>269</sup> Deliktiõiguse alusel puhtmajandusliku kahju hüvitamine peab olema erandlik ning Riigikohus on väljendanud ka seisukohta, et üks ja sama õigusvastane tegu võib kahjustada erinevate isikute õigushüvesid ning vastutus võib kujuneda ebaproportsionaalselt suureks.<sup>270</sup>

Väärtpaberituru rikkumiste korral on nii kahju ettenähtavus kui ka proportsionaalsus olulised küsimused. Ebaõige teabe avaldamine võib viia väga suurte kahjuhüvitisteni nagu eespool viidatud kohtupraktikast selgus. Lisaks on oluline küsimus sellest, kuidas määrata kindlaks tekkinud kahju turutehingute puhul. Aktsiate hind peegeldab turul igal ajahetkel nõudluse ja pakkumise suhet, mis omakorda on mõjutatud kättesaadavast turuinformatsioonist näiteks äriühingu majandustulemuste kohta ning samuti üldistest turutingimustest nagu poliitilised sündmused ja muud äriühingu kontrolli alt väljas olevad asjaolud.<sup>271</sup> Kauplemist mõjutavad ka niinimetatud turutegijad, kes omavad teatud hulgal väärtpabereid kauplemise elavdamiseks ning likviidsuse tagamiseks.<sup>272</sup>

Investoril tekkinud kahju väljendub väärtpaberi hinna muutuses. Prospektivastutuse puhul on küsimus esialgse hinna kujunemises ning edaspidi selles, kuidas väärtpaberite turuhind reageerib erinevatele teavitustele. Kusjuures väärtpaberituru teavituskohustuste rikkumise puhul ilmneb kahju üldjuhul hiljem. See tähendab, et väärtpaberite hind hakkab langema alles

---

<sup>268</sup> I. Nõmm, Puhtmajanduslik kahju ja selle hüvitamine deliktilise vastutuse korral. Magistritöö, Tartu 2007, lk 25, nn „tulvavärava argument“.

<sup>269</sup> M. Bussani, V. V. Palmer, (viide 260), lk 89 – 90.

<sup>270</sup> RKTKo 3-2-1-64-05, p 15.

<sup>271</sup> S. Clarke, (viide 141), lk 11.

<sup>272</sup> S. Clarke, (viide 141), lk 12 – 13.

siis, kui on selgunud, et emitent esitas ebaõigeid andmeid ning väärtpaberite hinna langus ei väljenda ainult nn negatiivset teavet, vaid ka investorite vähenenud usaldust emitendi vastu.

Ka väärtpaberituru rikkumistel tuleb lähtuda esmalt kahju hüvitamise üldpõhimõtetest, mille eesmärgiks on tulenevalt VÕS § 127 lg 1 kahjustatud isiku asetamine olukorda, mis on võimalikult lähedane olukorrale, milles ta oleks olnud, kui kahju hüvitamise kohustuse aluseks olevat asjaolu ei oleks esinenud.

## **4.2. Kahju piiritlemine prospektivastutuse korral**

VPTS § 26 lg 1 sätestab, et kahju tekitajal on õigus kahju hüvitada, omandades pakutud väärtpaberi kannatanult hinna eest, mis kannatanu sellise pakutud väärtpaberi omandamiseks tasus. Taoliselt kannatanult väärtpaberite omandamisega vabaneb kahju tekitaja kannatanule muu kahju hüvitamise kohustusest. WpPG § 21 lg 1 näeb ette, et isikud, kes võtsid vastutuse prospektis sisalduva teabe eest ning prospekti väljastanud isikud vastutavad solidaarselt väärtpaberite tagasiostmise eest nende ostuhinna väärtuses ulatuses, milles see ei ületa esialgset emissioonihinda ning tavapäraselt kaasnevaid tehingukuluseid. Kui esialgset emissioonihinda ei sätestata või see tekib alles kauplemisele lubamisel, siis loetakse esialgseks emissioonihinnaks esimene kauplemishind. Kui väärtpaberite omandaja ei ole enam nende omanik, siis ta võib nõuda kahju hüvitamist ulatuses, mis seisneb esialgse emissioonihinna ja müügihinna vahes.<sup>273</sup>

Autori arvates on VPTS § 26 lg 1 kontseptsioon õigustatud, sest kahjustatud isik jääb sisuliselt olukorda, kui ta ei oleks soetanud vale või puuduliku teabe korral aktsiaid. Kuigi Saksa prospektiseadus sellist kahju hüvitamist ette ei näe, leitakse õiguskirjanduses, et investor võib esitada nõude ka „*missed opportunity*“ ehk alternatiivse investeringuga saamata jäänud kasumi eest.<sup>274</sup> Eesti VPTS-i lähenemine ei võta arvesse võimalikku alternatiivset tulu, mis isikul oleks võinud samal ajal teistesse finantsinstrumentidesse investeerides olla, aga kuna kapitaliturgudel mõjutavad hindasid paljud erinevad tegurid, oleks võimaliku alternatiivse investeringu hüvitamine autori arvates liiga spekulatiivne ja investor teeniks tulu ilma sisuliselt riske võtmata. Selline kahjuhüvitise piiramine kaitseb kaudselt ka emitenti, kuna

---

<sup>273</sup> WpPG § 21 lg 1 alusel on võimalik esitada kahjunõuet 6 kuu jooksul alates emissioonist. WpPG § 21 lg 2 alusel on reguleeritud ka kahju hüvitamine kui investor on juba väärtpaberi võõrandanud. Sisuliselt ei saa ka sellisel juhul hüvitatav hinnavahe ületada esialgset väärtpaberi emissioonihinda.

<sup>274</sup> W. Sawitt (ed), (viide 96), lk 144.

avaliku pakkumise tegemisel on emitendil võimalik paremini hinnata võimalikku vaidlustest tekkivat kahjuriski.

FSMA prospektivastutuse sätted ei piiritle kahjuhüvitise suurst. Kirjanduses on leitud, et investorile tuleks hüvitada kogu kahju, mis tal tekkis seoses väärtpaberitega, arvutatuna väärtpaberite tõese väärtuse ning tegeliku väärtuse vahena. Tõene väärtus peaks olema aktsiate hind, kui ebaõiget teavet või teavitamata jätmist ei oleks esinenud, kuid selle määramise kohta puudub kohtupraktika ning kindel arusaam, millisel ajahetkel niinimetatud tõene väärtus tuleks määratleda.<sup>275</sup> Ka Inglise õiguskirjanduses on tekkinud küsimus, kas investorile tuleks hüvitada kasutamata võimalustest jäänud kahju, kuid see ei ole võimalik FSMA prospektivastutuse sätete alusel ning investor peaks esitama nõude seoses pettusega, et nõuda sellise kahju hüvitamist.<sup>276</sup> Siiski võib selline tõese väärtuse leidmine olla hinnanguline, arvestades seda, et väärtpaberite hind kujuneb välja mitmete erinevate tegurite alusel.

VPTS § 26 lg 2 esimene lause sätestab, et emitent või pakkuja ei ole kohustatud kahju hüvitama, kui kannatanu oli pakutud väärtpaberi omandamise hetkel teadlik pakkumise tegemise aluseks olnud prospekti mittetäielikkusest või selles sisalduvast valeteabest. VPTS § 26 lg 2 teise lause järgi ei ole emitent või pakkuja kohustatud kahju hüvitama, kui kutselisest investorist kannatanu oleks pidanud väärtpaberite omandamise hetkel oma tegevuses tavapärase hoolikuse juures aru saama prospektis sisalduvast valeteabest või mittetäielikkusest, välja arvatud juhul, kui vastutus tekitatud kahju eest põhineb kahju tekitaja tahtlikel tegudel.

Esmalt tuleb vaadelda, kas kannatu teadlikkus valeteabest on aluseks emitendi või pakkuja vastutuse välistamiseks. Tulenevalt prospektivastutuse põhimõtetest on tegemist teatud liiki usaldusvastutusega ning emitent on kohustatud esitama kogu vajaliku teabe investeerimisotsuse tegemiseks. Kehtiv prospektiregulatsioon ei eelda, et investor peaks üle kontrollima prospektis esitatavat teavet. Ehk siis investor peab kaaluma investeerimisega seotud riske, aga ei pea eeldama prospektis sisalduva teabe ebaõigsust või kontrollima üle esitatud andmeid. VPTS § 26 lg 2 esimene lause peaks sisuliselt eeldama olukorda, kus investor on teadlik prospektis esitatava teabe puudulikkusest ning teeb teadlikult tehingu ebaõigeid andmeid sisaldava prospekti alusel. Võrdluseks võib tuua ka müügilepingu regulatsiooni. Vastavalt VÕS § 218 lg-le 4 ei vastuta müüja asja lepingutingimustele mittevastavuse eest, kui ostja lepingu sõlmimisel asja lepingutingimustele mittevastavust teadis või pidi teadma. Sisuliselt tuleb nõustuda, et kui investor soovib teadlikult osta väärtpabereid valeteavet või puudulikku teavet sisaldava

---

<sup>275</sup> W. Sawitt (ed), (viide 96), lk 102.

<sup>276</sup> W. Sawitt (ed), (viide 96), lk 102.

prospekti alusel, siis emitendi poolse kahju hüvitamise võiks välistada olukorras, kus kahju edaspidi realiseerub seoses nimetatud puuduliku teabega. Sama põhimõte sisaldub ka WpPG § 23 lg 2 p-s 3.

Autori arvates on problemaatiline siiski VPTS § 26 lg 2 teises lauses sätestatud vastutuse piirang juhul, kui kahju tekib kutselisest investorist kannatanul. Sisuliselt luuakse VPTS § 26 lg 2 teises lauses eeldus, et kutselisest investorist kannatanu peab väärtpaberite omandamise hetkel oma tegevuses tavapärase hoolikuse juures hindama prospektis sisalduva teabe õigsust või võimalikku mittetäielikkust. See lähenemine ei ole vastavuses prospektivastutuse põhimõtetega. Emitendil on kohustus anda investorile kogu vajalik teave investeerimisotsuse tegemiseks ja vastavalt teises peatükis analüüsitule on tegemist peamiselt faktilise teabega. Sõltumata sellest, kas prospekti loeb tavainvestor või kutseline investor, ei ole tal kohustust kontrollida prospektis sisalduva faktilise teabe õigsust näiteks kolmandatest allikatest. Üksnes kutselistele investoritele tehtud pakkumist ei loeta avalikuks pakkumiseks VPTS § 12 lg 2 p 1 mõistes, mis sisuliselt reguleerib olukorda, kui tehakse suunatud pakkumine ning kutselistele investoritele antav teave määratakse suunatud pakkumise osana. Juhul kui kutseline investor omandab väärtpaberid avaliku pakkumise prospekti alusel, on tal samuti õigus toetuda prospektis sisalduvale teabele, ilma seda täiendavalt üle kontrollimata. Sarnast kahju hüvitamise piirangut kutselistest investoritest kannatanute puhul ei ole sätestatud WpPG ega FSMA alusel.

Saksa õiguses on WpPG § 23 lg 2 p 2 alusel võimalik välistada investori kahjunõue ka siis, kui prospektis sisalduv ebaõige või ebatäielik teave ei viinud väärtpaberite hinna vähenemiseni. Autori arvates on selline piirang problemaatiline, kuna prospekt koostatakse üldjuhul esmasel avalikul pakkumisel ja sel hetkel puudub veel väärtpaberitel turuhind, seega ei saa hinnata väärtpaberite hinna vähenemist. Siiski võib eeldada, et viidatud säte on seotud WpPG § 21 lg – s 1 sätestatud võimalusega nõuda kahju hüvitamist kuue kuu jooksul peale avalikku pakkumist, mil prospektis esitatud ebaõige teave võib mõjutada turuhinda.

#### **4.3. Kahju ulatuse piiritlemine muu teabe avaldamise korral**

VPTS ei reguleeri eraldi kahju hüvitamist muu teabe avaldamise korral ja seetõttu tuleks ka hüvitise määramisel lähtuda VÕS-i kahju hüvitamise üldpõhimõtetest. WpHG § 97 – 98 ning FSMA artikkel 90A, mis sätestavad kahju hüvitamise kohustuse, ei reguleeri samuti kahju ulatuse kindlaksmääramist.

Eespool viidatud *Infomarc*’i lahendites leidis BGH seoses kahju ulatusega, et hagejad, kes olid suutnud tõendada teavitustele tuginemist, on õigustatud kompensatsioonile kogu summa ulatuses, mida nad aktsiate eest maksid.<sup>277</sup> See on erinev seisukoht alamate astmete kohtute otsustest, et hagejatel võiks olla nõue ainult ulatuses, mis on esialgselt tasutud aktsiate hinna ja selle hinna vahel, kui äriühing oleks teinud õigeid teavitusi. BGH leidis, et valede teadete põhjal aktsiaid soetanud aktsionärid on õigustatud naturaalistitutsioonile, mis tähendab, et nad tuleb asetada samasse olukorda kui rikkumist ei oleks esinenud. Seega hagejad, kes ei oleks ostnud aktsiaid ilma valedele teavitustele toetumata, on õigustatud tagasi saama kogu aktsiate eest tasutud summa, tagastades aktsiad kahju tekitajale. Investorid, kes olid juba aktsiad müünud, on õigustatud samuti aktsiate soetushinna kompenseerimisele, miinus müüdud aktsiate hind.<sup>278</sup>

Inglise õiguses peetakse FSMA artikkel 90A kahju hüvitamisel korrektseks sama põhimõtet mis prospektivastutuse puhul, ehk siis kahju ulatus tuleks kindlaks määrata makstud või saadud hinna ning väärtpaberi tõese hinna vahel, kuid mõõndakse samas, et selle kindlaks määramine on keeruline.<sup>279</sup> Nagu eespool selgitatud, siis väärtpaberite hinna juures on oluline roll ka muudel teguritel kui ainult ebaõige või avaldamata teabega põhjustatud hinna muutus. Just omakapitali väärtpaberite puhul on tõese väärtuse või muu eeldatava väärtuse kindlaksmääramine riskantne, kuna võib ebaõigeid tagajärgi kaasa tuua mõlemale poolele.

Eesti õiguses reguleerib kahju hüvitamise eesmärki ja ulatust eelkõige VÕS § 127, mille lõikes 1 on sätestatud diferentsihüpoteesi kaudu kahju hüvitamise üldine eesmärk, ning lõikes 2 põhimõtte lähtuda kahjuhüvitise määramisel kahju hüvitamise kohustuse aluseks oleva kohustuse või normi eesmärgist. Vastavalt rikutud kohustuse eesmärgi teooriale ei kuulu kahju hüvitamisele ulatuses, milles kahju ärahoidmine ei olnud selle kohustuse või sätte eesmärgiks, mille rikkumise tagajärjel kahju hüvitamise kohustus tekkis. VÕS § 127 lg 2 rakendatakse ka lepinguvälise vastutuse ning muude vastutuskosseisude (nt vastutus lepingueelsete läbirääkimiste võlasuhte) korral.<sup>280</sup>

Nagu alapunktis 3.2. kirjeldatud, siis *c.i.c.* vastutuse korral võib hüvitamisele kuuluda nn negatiivne varaline kahju (usalduskahju). Võlaõigusseaduse kommenteeritud väljaandes on selgitatud, et usalduskahju hüvitamisel kaitstakse eelkõige isiku usaldust selle vastu, et tehing on kehtiv ning see tähendab kahjustatud isiku asetamist olukorda, mis oleks võimalikult

<sup>277</sup> D. Reidenbach, (viide 222), lk 1085 (lahendid BGH II ZR 217/03, 15; BGH II ZR 402/02, 15).

<sup>278</sup> D. Reidenbach, (viide 222), lk 1085.

<sup>279</sup> W. Sawitt (ed), (viide 96), lk 103.

<sup>280</sup> P. Varul ... [jt.] (2016), (viide 58), lk 659.

lähedane olukorrale, kui tehingut ei oleks tehtud või läbirääkimisi alustatud.<sup>281</sup> Prospektivastutuse korral hüvitatakse isikule väärtpaberite soetushind, mis tähendab sisuliselt isiku asetamist samasse olukorda kui väärtpabereid ei oleks soetatud. Kuna *c.i.c.* regulatsiooni alusel peaks investor esitama kahju hüvitamise nõude eelkõige isikute vastu, kes ei ole praeguse regulatsiooni alusel vastutavad VPTS § 25 alusel, peaks ka *c.i.c.* nõude puhul lähtuma VPTS § 26 lg-s 1 sätestatud kahju hüvitamise ulatusest.

Kahju ulatuse määramisel teisese turu rikkumiste korral VÕS § 1045 lg 1 p 7 ja p 8 alusel on autori arvates peamiseks küsimuseks, kas hüvitatav kahju peaks samuti piirduma väärtpaberite soetusmaksumusega või tuleb kahju hüvitamisel määrata ebaõige teabe mõju väärtpaberi hinnale. Autori arvates teisese turu tehingute puhul ei peaks soetusmaksumuse kompenseerimine olema eelistatud lahenduseks, kuna ebaõige teabe avaldamisega seotud rikkumine võib toimuda ka aastaid peale esialgset väärtpaberite omandamist ning väärtpaberite hinnatase kauplemisel võib ajaga oluliselt muutuda. Kuna väärtpaberi hinda mõjutavad mitmed tegurid, siis ebaõige või avaldamata siseteabe mõju hindamine on komplitseeritud, kuid autori arvates samas peamine lahendus diferentsihüpoteesi rakendamiseks. Pooltel on ka endil võimalik tõendada täiendavaid asjaolusid, mis võisid lisaks teabega seotud rikkumisele hinna muutust mõjutada. Muuhulgas on võimalik ka erinevate väärtpaberiindeksite muutuste kaudu analüüsida, milline oli väärtpaberite hinna muutus üldiselt samas geograafilises piirkonnas või tegevusvaldkonnas ning võtta seda arvesse rikkumise mõju ning seega ka VÕS § 127 lg 4 kausaalseose hindamisel. Alternatiivsetest investeerimisvõimalustest saamata jäänud kasumite hüvitamine peaks olema väärtpaberituru tehingute puhul pigem välistatud. Nii VÕS § 1045 lg 1 p 7 kaitsenormi rikkumise kui ka p 8 tahtliku heade kommete vastase käitumise tõttu tekitatud kahju hüvitamise eesmärk ei ole eelduslikult suunatud investorile alternatiivsetest investeringutest saamata jäänud kasumite hüvitamisele, vaid konkreetse rikkumisega tekitatud kahju hüvitamisele.

---

<sup>281</sup> P. Varul ... [jt.] (2016), (viide 58), lk 658.

## KOKKUVÕTE

Väärtpaberiturul on teave emitentide ning väärtpaberite kohta peamine tegur, mille põhjal investorid teevad investeringutega seotud otsuseid. Teabe andmine nii väärtpaberite esmasel avalikul pakkumisel ja kauplemisele võtmisel kui ka edaspidi teisesel turul kauplemisel on Euroopa Liidus reguleeritud ühtsetel alustel. Nõuded väärtpaberite avaliku pakkumise prospekti koostamisele kehtivad sõltumata sellest, mis tüüpi väärtpabereid ja millisel kujul avalikkusele pakutakse. Reguleeritud on ka siseteabe avalikustamine ning perioodiliste aruannete avaldamine investoritele siis, kui väärtpaberid on juba kauplemisele võetud. Investoritele teabe avaldamisega seotud regulatsioonide peamiseks eesmärgideks on toodud nii finantsturgude kaitse, investorite kaitse kui ka seeläbi usalduse tagamine emitentide vastu. Emitentide, nende juhatuse liikmete või teiste investoritele teabe avaldamise eest vastutavate isikute tsiviilõigusliku vastutuse reguleerimine ebaõige teabe avaldamisel on jäänud samas liikmesriikide pädevusse.

Prospektidirektiiv ning alates 21. juulist 2019 kehtima hakkav uus prospektimäärus sätestavad liikmesriikidele nõude kehtestada õigusnormid vastutuse kohta prospektis sisalduva teabe eest väärtpaberite avalikul pakkumisel või kauplemisele võtmisel. Eestis on vastutus prospektis esitatud ebaõige teabe eest reguleeritud VPTS § 25 alusel. Kui väärtpaberid on juba kauplemisele võetud, siis tulenevad teabe avaldamise reeglid siseteabe kohta turukuritarvituse määrusest ning perioodilise teabe kohta läbipaistvusdirektiivist ning Eestis ka väärtpaberituru seadusest. Nimetatud õigusaktid ei sätesta liikmesriikidele kohustust kohaldada tsiviilõiguslikku vastutust emitentide või nende juhtorgani liikmete suhtes ebaõige siseteabe või perioodilise avaldamise korral. VPTS-i alusel ei ole eraldiseisvalt sätestatud lisaks prospektivastutusele vastutust muu ebaõige teabe avaldamise või teabe avaldamata jätmise eest.

Käesoleva magistritöö eesmärgiks oli leida vastus küsimusele, milline on investoritele väärtpaberiturgudel antava teabe eesmärk ning kas ja millises ulatuses saab investoril tekkida kahjunõue emitendi, selle juhtorgani liikme või teiste teabe eest vastutavate isikute vastu ebaõige teabe avaldamisel või teabe avaldamata jätmisel. Magistritöö lisaeesmärgiks oli hinnata, kas Eesti õiguses on prospekti koostajate vastutus VPTS § 25 alusel vastavuses



prospektidirektiivi nõuetega. Magistritöö peamine metoodika on võrdlev-süsteemaatiline analüüs, kasutades võrdluseks Saksa ning Inglise õigust ja asjakohast kohtupraktikat.

Väärtpaberituru osaliste õigussuhteid analüüsides on autor jõudnud järeldusele, et emitendi ning investori vahel üldjuhul puudub lepinguline suhe või seadusest tulenev võlasuhe. Väärtpaberite märkimisel sõlmitakse emitendi ja investori vahel märkimisleping, kuid see ei anna veel investorile alust nõuda lepingulisel alusel kahju hüvitamist prospektis sisalduva ebaõige teabe korral. Prospekti tuleks pidada pigem informatsiooniks, mis ajendab investorit investeerimist tegema. Emitendi juhatuse liikme vastutuse osas on töös leitud, et investori ning emitendi juhatuse liikme vahel puudub seadusest tulenev õigussuhe, nagu see on näiteks aktsionäri ja aktsiaseltsi juhatuse liikme puhul. Juhatuse liige võib investori ees vastutada eelkõige deliktilise vastutuse üldalustel väärtpaberituru regulatsioonide rikkumise korral.

Väärtpaberite esmasel avalikul pakkumisel või kauplemisele võtmisel tuleb anda prospektis kogu informatsioon emitendi, selle majandustegevuse, finantsseisundi, tulevikuväljavaadete ning pakutavate väärtpaberite kohta, mis on investoritele vajalik investeerimisotsuse tegemiseks. Prospektivastutuse osas seadis töö autor hüpoteesi, et väärtpaberituru seaduses tuleb eraldiseisvalt sätestada emitendi juhtorgani liikmete vastutus prospektis esitatud ebaõige teabe avaldamisel. Prospekti eesmärk on anda investoritele kogu vajalik teave väärtpaberi hindamiseks. Antud teabe valdaja ning esitaja on emitendi seaduslik esindaja. Juhatuse on vastutav ka raamatupidamise korraldamise eest, mis on aluseks prospektis esitatavale finantsteabele. Ka prospektivastutuse kontseptsioon laiemalt on tekkinud investori usaldusest emitendi ja teiste isikute vastu sõltuvalt nende positsioonist ning professionaalsetest teadmistest. Nimetatud hüpoteesi osas jõudis autor järeldusele, et tulenevalt nii prospektis esitatava teabe sisust kui ka investorite usaldusest emitendi juhatuse liikme vastu, tuleks juhatuse liikme vastutust prospektis esitatava teabe eest pigem kinnitada. Kui juhatuse liikme vastutus sätestada VPTS-s analoogselt emitendi ning pakkuja vastutusega vastavalt VPTS § 25 lg-le 1, tähendab see, et juhatuse liige vastutaks prospektis esitatud ebaõige teabe eest kui ta oli teadlik või oleks pidanud olema teadlik erinevusest või teabe väljajätmisest. Töö käigus analüüsitud võrdlusriikides kehtib juhatuse liikme vastutus prospektis sisalduva teabe eest Inglismaal, Saksamaal juhatuse liikme vastutust prospektiseaduse alusel reguleeritud ei ole.

VPTS § 24 lg 1 sätestab, et prospektis sisalduvate andmete õigsust ja täielikkust peavad kinnitama emitent või pakkuja, kuid viidatud säte ei kohusta prospekti allkirjastama teisi isikuid, kes samuti prospektis esitatud teabe eest vastutavad. Töö koostamisel läbi vaadatud väärtpaberiprospettidest selgus, et lisaks emitendile deklareerivad oma vastutust prospektis

sisalduva teabe eest mõnel juhul ka emitendi juhatuse liikmed või müüv aktsionär. Samas ei saa VPTS § 25 lg 1 alusel nendele vastutust kohaldada, kuna viidatud sätte alusel on prospektis sisalduva ebaõige teabe korral hüvitamiskohustus ainult emitendil või pakkujal. Vastavalt prospektidirektiivi artikli 6 lõikele 1 ning Komisjoni delegeeritud määruse 486/2012/EL lisadele, milles sätestatakse prospekti formaat, tuleb prospektis välja tuua kõik isikud, kes vastutavad prospektis sisalduva teabe eest. Seega peaksid tulenevalt Euroopa Liidu regulatsioonidest allkirjastama prospekti kõik vastutavad isikud. Sarnane regulatsioon on kasutusel Saksamaal, kus prospektiseaduse alusel tuleb prospektis välja tuua kõik isikud, kes teabe eest vastutavad. Inglismaal on regulatsioon veel rangem ning finantsjärelevalveasutuse FCA juhendid sätestavad isikute ringi, kes on kohustatud prospekti vastutavate isikutena allkirjastama, nende hulgas ka isikud, kes on autoriseerinud prospekti sisu. Prospektidirektiivi artikli 6 lõikest 1 tuleneb kohustus tagada, et vastutus prospektis sisalduva teabe eest lasub vähemalt emitendil või tema haldus-, juhtimis- või järelevalveorganitel, pakkujal, reguleeritud turul kauplemise loa taotlejal või tagajal. Lõige 2 sätestab liikmesriigile kohustuse, et tsiviilvastutust käsitlevaid õigusnorme kohaldatakse isikute suhtes, kes vastutavad prospektis sisalduva teabe eest. Ehk siis sisuliselt tuleneb Euroopa Liidu regulatsioonidest nõue, et prospektis tuleb välja tuua kõik vastutavad isikud ning liikmesriik peab tagama, et nende suhtes kohaldatakse vastutusega seotud õigusnorme. VPTS § 25 alusel ei ole võimalik nõuda kahju hüvitamist teistelt isikutelt peale emitendi või pakkuja, seega ei ole Eestis kehtiv prospektivastutuse regulatsioon autori hinnangul täielikult vastavuses Euroopa Liidu reeglistikuga. Isikute vastu, kellele praegu ei kehti VPTS § 25 alusel prospektivastutus, sealhulgas ka emitendi juhatuse liikmete vastu, on autori hinnangul võimalik nõue esitada eelkõige *c.i.c.* vastutuse alusel.

Kahju tekkimise eelduseks VPTS § 25 lg 1 mõistes on asjaolu, et prospekt sisaldas väärtpaberite hindamise seisukohalt olulist teavet, mis osutub tegelikkusest erinevaks ning samuti, et emitent või pakkuja olid teadlikud või oleks pidanud olema teadlikud antud erinevustest. Õigustatud isikuteks ei peaks autori hinnangul olema ainult avalikul pakkumisel väärtpabereid märkinud isikud, vaid teatud juhtudel, kui prospektis esitatud ebaõiget teavet ei parandata, ka järelturul väärtpabereid soetanud investorid. Kahju hüvitamise ulatuse osas sätestab VPTS § 26 lg 1 kohustuse kahju tekitajale omandada väärtpaberid kannatanult nende soetushinnas ning sellisel juhul vabaneb kahju tekitaja kannatanule muu kahju hüvitamise kohustusest. Autori arvates on VPTS § 26 lg 1 kontseptsioon õigustatud, kuna välistab muude nõuete esitamise, mis võiks tuleneda näiteks alternatiivsete investeeringutega saamata jäänud kasumist. Selline regulatsioon kaitseb ka emitenti, võimaldades paremini hinnata emissiooniga seotud vaidlustest tulenevaid

kahjuriske. Problemaatiline on autori hinnangul VPTS § 26 lg 2 teine lause, mis piirab kahju tekitaja hüvitamiskohustust, kui kutselisest investorist kannatanu oleks pidanud väärtpaberite omandamise hetkel oma tegevuses tavapärase hoolikuse juures aru saada prospektis sisalduvast valetest või mittetäielikkusest. Prospektis sisalduva teabe näol on tegemist peamiselt faktilise teabega ning prospekt sisaldab minimaalselt hinnanguid, samuti ei esitata vastavalt kehtivatele regulatsioonidele kasumiprognoose. Väärtpaberite avalikul pakkumisel ei eristata, kas prospekt koostatakse jae- või kutselisele investorile ja autori arvates ei saa piirata vastutust viimaste puhul. Kutselisel investoril ei ole kohustust kontrollida prospektis esitatud teavet näiteks kolmandatest allikatest. Ka töö käigus analüüsitud võrdlusriikide õigusaktides puudusid sarnased sätted.

Väärtpaberitega teisesel turul kauplemisel on oluline eelkõige informatsioon, mis avaldab mõju finantsinstrumenti hinnale ning teabe andmise peamine eesmärk ongi tagada, et investorid teevald tehinguid võrdsetel alustel. Teine töö koostamisel esitatud hüpotees oli, et emitendi vastutus muu teabe avaldamisel peaks olema reguleeritud sarnaselt prospektivastutusega. Nagu eelnevalt viidatud, siis ebaõige siseteabe avaldamisel või teabe avaldamata jätmisel, samuti ebaõige perioodilise teabe avaldamisel kehtivas väärtpaberituru seaduses eraldi tsiviilõigusliku vastutuse regulatsiooni ei ole. Saksa õiguse alusel on ette nähtud emitendi vastutus ebaõige siseteabe avaldamisel või avaldamata jätmisel ning Saksa väärtpaberituru seadus sätestab koosseisud, millal kahju hüvitamine on võimalik. Emitent on vastutav ainult tahtluse ja rakse hooletuse korral. Inglise õiguses laieneb emitendi vastutus finantsteenuste ja turgude seaduse alusel ebaõige teabe eest kogu korraldatud süsteemi alusel esitatud teabele, mis võib hõlmata ka perioodilise teabena esitatavaid finantsaruandeid. Inglismaal vastutab emitent ebaõige teabe või teabe andmata jätmise eest, kui emitendi siseselt juhtivat positsiooni omav isik teadis ebaõigest informatsioonist või selle väljajätmisest või oli hooletu selles osas. Samas vastutust muu teabe avaldamise korral kohaldatakse ainult emitendile, mitte juhatuse liikmele.

Autori arvates tasuks kaaluda ka Eestis vastutuse reguleerimist väärtpaberituru teabe avaldamisel nii siseteabe kui ka muu perioodilise teabe osas, et sätestada võimalikud rikkumised, vastutavate isikute ring ning vajadusel ka hoolsusstandard. Praegu on võimalik kahju hüvitamine eelkõige deliktilise vastutuse üldkoosseisu alusel tulenevalt VÕS § 1045 lg 1 p 7 kaitsenormi rikkumisest või VÕS § 1045 lg 1 p 8 heade kommete vastasest tahtlikust käitumisest. Võimalikud kaitsenormid seoses investoritele esitatava teabega on näiteks RPS-i ning rahvusvaheliste arvestuse ja aruandluse standardite sätted, mis reguleerivad emitendi finantsaruannetes esitatud andmete kajastamist emitendi finantsseisundist õige ülevaate

saamiseks. Ka siseteabe avaldamist reguleeriva turukuritarvituse määruse sätteid võivad olla investorit kaitsvad normid.

Nii õiguskirjanduses toodud seisukohtade põhjal kui ka tulenevalt kohtupraktikast tuleb problemaatiliseks pidada kausaalseose tuvastamist emitendi poolse rikkumise ja investoril tekkinud kahju vahel. Peamiseks põhjuseks on asjaolu, et väärtpaberite turuhinnad on sõltuvad paljudest teguritest ning konkreetse rikkumise mõju võib olla keeruline tuvastada. Siiski tuleks autori hinnangul muu teabe avaldamisel lähtuda kahju tekkimise ja selle ulatuse kindlaksmääramisel ebaõige teabe avaldamise või teabe avaldamata jätmise mõjust väärtpaberite hinna muutusele.

Kuigi nimetatud võrdlusriikides ei olnud vastutust ette nähtud emitendi juhatuse liikmele muu teabe avaldamisel, ei ole magistritöö autori arvates juhatuse liikme vastutus välistatud samuti kaitsenormi rikkumise või heade kommete vastase tahtliku käitumise korral, kui juhatuse liikme kohustus on suunatud investoril kahju ärahoidmisele. Juhatuse liige on vastutav nii raamatupidamise korraldamise kui ka majandusaasta aruannete koostamise eest, seega võib investoril kahjunõue tekkida ka juhatuse liikme vastu finantsaruannetes esitatud ebaõige teabe korral, kui selle tulemusel ei kajasta aruanded õigesti emitendi finantsseisundit. Vastutuse kindlakstegemiseks tuleb tuvastada delikti üldkoosseisu elemendid.

## **INFORMATION PROVIDED IN SECURITIES MARKET AND INVESTORS CLAIM FOR DAMAGES IN CASE OF INCORRECT DATA (Summary)**

Information about issuers and securities is the main factor for investors in making investment decisions. Provision of information is regulated in European Union on uniform grounds for initial public offering and hereinafter, when trading in secondary market. Purposes for unified regulations are different, comprising mainly the protection of investors and protection of financial market, which in consequence results also in granting the trust against issuers. Regulation of civil liability of issuers, their management board members and other persons responsible for information in case of misleading statements in securities market has remained to member states competence in European Union. Research made by European Securities and Market Authority on 2013 about comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive indicated that implementation of responsibility provisions has been different in member states.

The purpose of current master thesis was finding an answer to questions about the purpose of providing information to investors in securities market and investigation of grounds and extent of damages claim of investors against issuers, their management board members and other persons responsible for data in case of incorrect or missing information. Additional purpose was to estimate, if prospectus liability established in Estonian Securities Market Act section 25 is in accordance with Prospectus Directive. Author is also addressing issues related to the nature and extent of damages carried by investors. Methodology of the work has been mainly comparative and systematic. German and English law were used for comparison as both of these countries have developed capital markets and legal practice.

Public offering of securities triggering the requirement of preparing and publishing the prospectus under Prospectus Directive 2003/71/EC (as amended) applies to any kind of securities offer to the public, which is precise enough for investors to decide on subscription or purchase of these securities. Public offer can be carried out by emission of new shares (primary shares), sale of existing shares owned by shareholders of the issuer (secondary shares) or combination of both. Initial public offering and listing of shares is considered to be as primary market and trading with securities after the listing is secondary market. These two functions are

intrinsically connected, as investors would not be interested in subscription of new shares if there would not be a secondary market for trading with these shares.

Definition of a security under Securities Market Act is quite wide, covering also the shares or other similar tradable rights, bonds, convertible securities or other tradable debt obligations, subscription rights or other tradable rights granting the right to acquire referred securities. Participants of securities market are issuers, offerors and investors. Issuer is a legal person who has issued securities or has assumed an obligation to issue securities. Investor is a person who owns a security or who has assumed an obligation to acquire securities. In case secondary shares are offered to the public, than existing shareholder disposing these shares are referred as “selling shareholder”, but referred person is not treated as offeror and selling shareholder is not carrying obligations arising from securities market regulations. Securities regulations recognise also the meaning of qualified investor, a person who has an experience, knowledge and expertise to make investment decisions and evaluate accompanying risks.

To analyse relations between corporate law and securities law in case of shares investment, the main aspect is that securities regulations protect investor in trading, while corporate regulations regulate management related decisions when investor is an owner. Shareholder and public limited company have a legal relationship on basis provided by law. Issuer and investor in same time do not have contractual relationship or relationship provided by law. In case of public offering, issuer and investor conclude a subscription agreement, but this will not grant the right for investor to use contractual remedies in case of incorrect information provided in prospectus. Prospectus should be rather considered as information motivating investor for the acquisition of shares. Financial intermediaries are obliged to prepare the prospectus if securities offer by them is considered as public offer and financial intermediary does not have an approval from issuer to use the prospectus published by issuer. In secondary market, issuer has legal obligations to provide information to investors, but this does not comprise contractual or other relationship arising from law. Investor and management board member of issuer do not have contractual or other relationship arising from law. The management board member can be liable in front of investor in case of violation of securities market regulations based regulations of Law of Obligations Act for unlawfully caused damage.

Information provided in public offer of shares is regulated with prospectus directive, prospectus regulation and domestic securities regulations. On 29<sup>th</sup> July 2019, a new prospectus regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council will become to effect, which replaces current prospectus directive. For secondary market, European Union has adopted

Market Abuse Regulation in relation to publication of inside information and regulated information is provided to investors on the grounds provided in Transparency Directive, as taken over to domestic regulations. The main function of providing information in securities market is to guarantee that investors have full understanding of circumstances concerning the issuer and securities. Regulations adopted in European Union have defined both, investor protection and efficiency of market as the objective for the regulating the information provided in securities market. However, the objective of protecting the market is not a ground for investor to claim for damages. Investor will have subjective rights if the purpose of regulation is protection of investor for damages caused with incorrect data.

Public offering prospectus has to contain the necessary information that is material to an investor for making an investment resolution. Legal regulations establish detail requirements for the content of the prospectus, which has to present, among other information, financial position and prospects of the issuer and of any guarantor and rights attaching to the securities. The offer price of securities is often presented in prospectus as a range of minimum and maximum price, while the final subscription price will be determined with demand analysis called *bookbuilding* process. The methods to determine the offer price is not usually described in the prospectus.

Information provided about issuers in secondary markets is important to investors for trading in equal grounds. Main criterions for inside information according to Market Abuse Regulation Article 7 (1) is that it has a precise nature, which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more issuers or to one or more financial instruments, and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments. European Court has analysed the meaning of inside information in case *Markus Geltl versus Daimler AG* about the time when inside information is sufficiently precise in case of a certain process. Issuers are also obliged to submit periodic financial statements and annual reports to investors, which have to be prepared in accordance with international financial reporting standards and audited.

Prospectus Directive and regulations issued under this determine a requirement that all persons responsible for the content of the prospectus have to confirm the responsibility for the data submitted. Member states have to assure that at least the issuer or its administrative, management or supervisory bodies, the offeror, the person asking for the admission to trading on a regulated market or the guarantor, as the case may be, shall be responsible for the information given in a prospectus according to article 6 of Prospectus Directive. Estonian

Securities Market Act section 25 (1) states that only the issuer or the offeror shall compensate the owner of the security for damage sustained thereby due to the difference between the actual circumstances and the information presented in the prospectus. Section 24 (1) of the law states that the correctness and completeness of information included in prospectus shall be approved by the issuer and, upon existence, by the issuer or the offeror. This approach of Estonian securities market regulations is somewhat problematic as the law recognises only issuer and offeror as responsible persons for prospectus, excluding the possibility to apply responsibility to other persons responsible for the contents of the prospectus. Under German and English law, it is possible to apply responsibility to every person who has taken responsibility for the information provided in the prospectus. English law establishes liability also to directors of the issuer and every person who has authorised the content of prospectus. In practice, in prospectuses published in Estonia in addition to the issuer, in some cases also selling shareholder and management board members have declared responsibility for the content of the prospectus. In same time, it is not possible to apply responsibility for these persons under section 25 (1) of Securities Market Act. The problem could be overcome by submitting the claim on the basis of *c.i.c.* liability. Due to the nature of information provided in the prospectus and trust attributed to management board members of the issuer, the author has concluded that it would be justified to establish a liability for the information provided in the prospectus also to management board members of the issuer.

Obligation to compensate arises under Estonian Securities Market Act sections 25 (1) and (2) if the prospectus contains information which is significant for the purpose of assessing the value of the securities and such information proves to be different from the actual circumstances or if the prospectus is incomplete due to the omission of relevant facts, provided that the issuer or offeror was or should have been aware of such difference or incompleteness results from hiding of the facts. The concept of ‘necessary information’ has been analysed in English court practice case *RBS Rights Issue* whereas it was concluded that necessary information according to Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA) section 87A has to be estimated objectively from the point of view of “investor”, not subjectively from specific investor. Liability for compensation arises if the issuer was or should have been aware of differences, which indicates a fault standard and requires at least negligence. The author is in the position that liability for incorrect data provided in the prospectus should not exist only for investors who subscribed securities in initial public offering, but should extend also to transactions in secondary market if the misstatement or incompleteness is not corrected in later stage.



For information provided in secondary market, effective Estonian Securities Market Act is not establishing separate compensation provisions in case of incorrect data. Under German Securities Market Act, issuer is obliged to pay compensation for misleading inside information provided under Market Abuse Regulation and failure to submit inside information. The liability arises only in case of gross negligence and intent of the issuer. Under FSMA, liability of issuer can be established for all information provided by recognised information service, which includes in addition to inside information also publication of financial reports. The liability of the issuer in respect of an untrue or misleading statement can be established only if a person discharging managerial responsibilities within the issuer knew the statement to be untrue or misleading or was reckless as to whether it was untrue or misleading based on FSMA regulations. From German court practice, a significant case analysing the responsibility for incorrect *ad hoc* statements is *Infomatec AG* case, where German Federal Court of Justice (*Bundesgerichtshof*, BGH) had to analyse in three different cases the responsibility for incorrect *ad hoc* statements under German Civil Code (*Bürgerliches Gesetzbuch*, BGB) section 826 concerning intentional infliction of damage contrary to public policy. BGH concluded that liability for *ad hoc* statements is not same as prospectus liability as *ad hoc* statements do not provide full information for investment decisions as in prospectus. BGH analysed also the question about reliance to these statements and found that investment decisions are barely predictable decisions, since investors are influenced by huge variety of rational and irrational factors. Therefore, in current case BGH did not find sufficient proof of evidence for those investors who had purchased shares many months after the announcement. In same time, damages were granted to investor who proved reliance on these statements.

Possible ground for liability in case of incorrect information provided in securities market is the breach of statutory obligation. The claim can be established if there is a breach of protective provision, the purpose of such provision is to protect the damaged party and to avoid the loss that the complainant carried. In literature it has been found that sections of Market Abuse Regulation which put an obligation to issuer to publish inside information could be protective provisions for investors.

Estonian Supreme Court has concluded in relation to incorrect annual reports that provisions of Accounting Act establishing the principles for compiling annual reports can be provisions that protect creditors and the public. Regulations from Estonian Commercial Code and Accounting Act which put an obligation to the management board to organise accounting are considered also provisions under which the management board members can be held liable for damages caused to third persons in relation to incorrect financial statements. Approach about liability for

information provided in annual reports is also not unified in reviewed countries. There has been various court practice in England whereas it has been resolved from one side that annual report should provide data necessary for shareholders to adopt resolutions in general meetings, not an investment advice. In alternative resolution the court explained that in case the annual report is aimed for using in special purposes like assessment of takeover bid, responsibility can be grounded in case of incorrect financial statements.

The liability could be established also for intentional behaviour contrary to good morals whereas it can be established that the tortfeasor aimed to cause damages to other party or at least witnessed the possibility of damages to other party. In case of information provided in securities market, the obliged persons have to consider that investors use data provided by them for making investment decisions and may carry a loss in case of trading with incorrect or insufficient information. Therefore, submitting misleading statements by the issuer could be considered as intentional behaviour contrary to good morals.

Damages carried as a result of trading on the basis of incorrect statements are in principle considered as pure economic loss. Securities market prices are influenced by different factors and it is difficult to determine the exact effect of breach to the securities price. In initial public offering, the issuer is obliged to compensate to investor initial purchase price of securities in case of incorrect or insufficient data in the prospectus under Securities Market Act and the same applies also in German Securities Prospectus Act (*Wertpapierprospektgesetz*, WpPG). Problematic is second sentence of Estonian Securities Market Act section 26 (2) which states that issuer or offeror shall not have the obligation to compensate for damage if a qualified investor that sustains damage should have realised, at the moment of acquiring the security and by exercising due care in its activities, that the information contained in the prospectus was inaccurate or incomplete, unless liability for the damage caused derives from intentional acts of the person causing the damage. This limitation of liability in case of qualified investors is not in accordance with the purpose of prospectus liability, i.e. the concept that issuer has to give all information required in relation to securities in case of public offering and the qualified investor has the right to rely on this data without controlling it from other sources. In secondary market, main possibility to calculate damages is to assess the influence of incorrect data to the market prices, which is complicated as market prices are influenced by many different factors.

## KASUTATUD ALLIKATE LOETELU

### Kirjandus

- 1) Alcock, A. Liability for misinforming the market. *Journal of Business Law*, 2011. Westlaw UK.
- 2) Armour, J. jt. *Principles of financial regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2016;
- 3) Boom, W. H. van, Koziol, H. Witting, C. A. (editors). *Pure Economic Loss*. Wien; New York: Springer 2004;
- 4) Boom, W.H van ,Wagner, G. *Mass Torts in Europe*, European Centre of Tort and Insurance Law, October 2014;
- 5) Bussani, M., Palmer, V. V. (editors), *Pure economic loss in Europe*, Cambridge University Press, 2010;
- 6) Clarke, S. *Insider Dealing. Law and Practice*. Oxford University Press, 2013;
- 7) Collins, P. S. *Regulation of Securities, Markets, and Transactions: A Guide to the New Environment*, John Wiley & Sons, Incorporated, 14.01.2011 (Ebook Central);
- 8) Dietl, H. *Capital Markets and Corporate Governance in Japan, Germany and the United States: Organizational Response to Market Inefficiencies*, Routledge 18.12.1997 (Ebook Central);
- 9) Dimsdale, N. Prevezer, M. *Capital Markets and Corporate Governance*, Oxford Scholarship Online: January 2015;
- 10) Fama, E. F. *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. Source: *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. December, 28-30, 1969. [https://www.jstor.org/stable/2325486?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/2325486?seq=1#page_scan_tab_contents) (30.11.2018);
- 11) Ferran, E. Ho, L. C. *Principles of Corporate Finance Law*, Oxford Scholarship Online: April 2014;
- 12) Gerven D. van (ed.) *Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe: Volume 2*, Cambridge University Press, Cambridge 2009. (Ebook Central);
- 13) Hint, M. Avalikustamiskohustuse rikkumine Eesti väärtpaberiturüiguses. Tsiviilõiguslikud kaitsevahendid. *Juridica VI* 2003, lk 408 – 415;
- 14) Hint, M. Avalikustamiskohustuste vajalikkus väärtpaberiturüiguses. Õiguse majandusteaduslik analüüs. *Juridica I/2005*, lk 62 – 69.
- 15) Kecskés, A. Halász, V. The Role of Prospectus Documentation and Prospectus Liability, *Pravni Vjesnik GOD 31 BR. 3-4*, 2015;
- 16) Markesinis, B.S. Unberath, H. *The German Law of Torts. A Comparative Treatise*. 4th Ed. Hart Publishing, Oxford and Portland, Oregon, 2002,
- 17) Nõmm, I. Puhtmajanduslik kahju ja selle hüvitamine deliktalise vastutuse korral: magistrütöö. Tartu Ülikool, Tartu: 2007;
- 18) Panasar, R. Boeckman P. (editors), *European securities law (2<sup>nd</sup> edition)*. Oxford University Press, 2014;
- 19) Park, J.J. Reassessing the Distinction Between Corporate and Securities Law, *Research Paper No. 16-09*, 64 *UCLA Law Review* 116 (2017);

- 20) Puskar, C. E. Kahju tekitanud juhtumi ja kahju tekkimise koha määramine tegelikkusest erineva või mittetäieliku teabe esitamisel väärtpaberi emissiooniprospекtis. Magistritöö, Tartu 2017;
- 21) Saare, K. Volens, U. Vutt, A. Vutt, M. Ühinguõigus I. Kapitaliühingud. Juura, 2015;
- 22) Saare, K. Eraõigusliku juriidilise isiku organi liikmete õigussuhted, Juridica VII/2010;
- 23) Sawitt W. (editor). The Securities Litigation Review, 4<sup>th</sup> edition. Law Business Ltd, 2018. <https://thelawreviews.co.uk/edition/1001185/the-securities-litigation-review-edition-4> (09.12.2018);
- 24) Tampuu, T. Lepinguvälised võlasuhted. Tallinn: Juura, 2017;
- 25) Tolstov, L. Lahe, J. The company director's liability for untrue statements. Baltic Journal of Law & Politics 7:1 (2014): 70-96;
- 26) Varul, P., Kull, I., Kõve, V., Käerdi, M., Sein, K. (koost). Võlaõigusseadus. I, Üldosa (§§ 1-207): kommenteeritud väljaanne. Tallinn: Juura, 2016;
- 27) Varul, P., Kull, I., Kõve, V., Käerdi, M. (koost). Võlaõigusseadus: kommenteeritud väljaanne. III. 8. ja 10. osa (§-d 619-916 ja 1005-1067) Tallinn: Juura, 2009;
- 28) Volens, U. Usaldusvastutus kui iseseisev vastutussüsteem ja selle avaldumisvormid, dissertatsioon. Tartu Ülikooli Kirjastus, 2011;
- 29) Vutt, M. Aktsionäri kahju hüvitamise nõue aktsiaseltsi ja selle juhtorgani liikmete vastu, Juridica II/2012;
- 30) Vutt, A. Vutt, M. Äriühingu osaniku ja aktsionäri teabeõigus Eesti kohtupraktikas. Juridica IX/2012;
- 31) Wójcik, D. The Global Stock Market: Issuers, Investors, and Intermediaries in an Uneven World. Oxford Scholarship Online: September 2011 (30.11.2018);

## **Muud allikad**

- 32) Admiral Markets AS võlakirjaemissioon, 4.12.2017, <https://www.fi.ee/et/investeerimine/registrid-ja-nimekirjad/registreeritud-prospektid/finantsinspeksioonis-registreeritud-prospektid/admiral-markets> (10.12.2018);
- 33) AS Arco Vara aktsiate pakkumine, 1.06.2017, <https://www.fi.ee/et/investeerimine/registrid-ja-nimekirjad/registreeritud-prospektid/finantsinspeksioonis-registreeritud-prospektid/arco-vara> (10.12.2018);
- 34) AS Baltika suunatud pakkumisena emiteeritud aktsiate noteerimisprospekt, 26.08.2010, <https://www.fi.ee/et/investeerimine/registrid-ja-nimekirjad/registreeritud-prospektid/finantsinspeksioonis-registreeritud-prospektid/baltika01092010> (10.12.2018);
- 35) AS Ekspress Grupp aktsiate pakkumine, 16.03.2007, <https://www.fi.ee/et/investeerimine/registrid-ja-nimekirjad/registreeritud-prospektid/finantsinspeksioonis-registreeritud-prospektid/ekspress-grupp16032007> (10.12.2018);
- 36) AS LHV Group aktsiate pakkumine, 13.04.2016; <https://www.fi.ee/et/investeerimine/registrid-ja-nimekirjad/registreeritud-prospektid/finantsinspeksioonis-registreeritud-prospektid/lhv-group> (10.12.2018);
- 37) Olympic Entertainment Group AS aktsiate pakkumine, 26.09.2006, <https://www.fi.ee/et/investeerimine/registrid-ja-nimekirjad/registreeritud-prospektid/finantsinspeksioonis-registreeritud-prospektid/olympic-entertainment-group> (10.12.2018);

- 38) Premia Foods AS aktsiate pakkumine, 21.04.2010, <https://www.fi.ee/et/investeerimine/registrid-ja-nimekirjad/registreeritud-prospektid/finantsinspeksioonis-registreeritud-prospektid/premia-foods> (10.12.2018);
- 39) AS Tallink aktsiate pakkumine, 8.08.2006, <https://www.fi.ee/et/investeerimine/registrid-ja-nimekirjad/registreeritud-prospektid/finantsinspeksioonis-registreeritud-prospektid/tallink-grupp> (10.12.2018);
- 40) AS Tallinna Sadam aktsiate pakkumine, 7.05.2018, <https://www.fi.ee/et/investeerimine/registrid-ja-nimekirjad/registreeritud-prospektid/finantsinspeksioonis-registreeritud-prospektid/aktsiaselts-tallinna-sadam> (10.12.2018);
- 41) AS Tallinna Vesi aktsiate pakkumine, mai 2005, [http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=issuer\\_documents&issuer=TVE&list%5B%5D=BAMT&list%5B%5D=BAIT&list%5B%5D=BABT&list%5B%5D=BAFN&list%5B%5D=BAFB&c%5B%5D=2&c%5B%5D=4&c%5B%5D=6&c%5B%5D=7&month\\_from=1&year\\_from=&month\\_to=1&year\\_to=](http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=issuer_documents&issuer=TVE&list%5B%5D=BAMT&list%5B%5D=BAIT&list%5B%5D=BABT&list%5B%5D=BAFN&list%5B%5D=BAFB&c%5B%5D=2&c%5B%5D=4&c%5B%5D=6&c%5B%5D=7&month_from=1&year_from=&month_to=1&year_to=) (10.12.2018);
- 42) FCA (Financial Conduct Authority) Handbook, <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook> (18.04.2019);
- 43) European Securities and Market Authority: Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive; ESMA/2013/619, 30.05.2013. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-619\\_report\\_liability\\_regimes\\_under\\_the\\_prospectus\\_directive\\_published\\_on\\_website.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-619_report_liability_regimes_under_the_prospectus_directive_published_on_website.pdf) (25.10.2018);
- 44) European Securities and Market Authority: Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive. Annex III, Individual responses from EEA States. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2013-619c\\_ann\\_iii\\_report\\_liability\\_regimes\\_under\\_the\\_prospectus\\_directive\\_annex\\_iii\\_published\\_on\\_website.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2013-619c_ann_iii_report_liability_regimes_under_the_prospectus_directive_annex_iii_published_on_website.pdf) (25.10.2018);
- 45) International Accounting Standard 36 (IAS 36). Impairment of Assets;
- 46) International disclosure standards for cross-border offerings and initial listings by foreign issuers. International organization of securities commissions, September 1998. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf> (15.11.2018);
- 47) International Financial Reporting Standard 13 (IFRS 13). Fair Value measurement;
- 48) International Standard on Assurance Engagements 3400. The Examination of Prospective Financial Statements. <http://www.ifac.org/system/files/downloads/b013-2010-iaasb-handbook-isae-3400.pdf> (27.04.2019);
- 49) Investeerimisõpik. Fundamentaalne analüüs. Tekstid pärinevad raamatust "Investeerimise teejuht", välja antud koostöös Tallinna Börsiga (kirjastus: Äripäev 2007). <https://fp.lhv.ee/academy/investmentguide/347?locale=et#mark01> (29.11.2018);
- 50) Nasdaq Baltic. Nõuded emitentidele (16.07.2018), lk 18. <https://www.nasdaqbaltic.com/files/baltic/NE-16-07-2018-est-clean.pdf> (21.04.2019);
- 51) Questions and Answers Prospectuses 28th updated version – March 2018, European Securities and Markets Authority [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-62-780\\_qa\\_on\\_prospectus\\_related\\_topics.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-62-780_qa_on_prospectus_related_topics.pdf) (15.11.2018);
- 52) RBS (Rights Issue Litigation), Chancery Division. Case Analysis, [2015] 11 WLUK 717. (Westlaw UK);
- 53) Seletuskiri väärtpaberituru seaduse ja Finantsinspeksiooni seaduse muutmise seaduse eelnõu 359 SE juurde;

- 54) Seletuskiri väärtpaberituru seaduse muutmise ja sellega seonduvalt teiste seaduste muutmise seaduse eelnõu juurde nr 507SE.  
<https://www.riigikogu.ee/tegevus/eelnoud/eelnou/0780bcbb-1cbe-4cc7-bf3a-20ffd1a730b4/V%C3%A4%C3%A4rtpaberituru%20seaduse%20ja%20sellega%20seonduvalt%20teiste%20seaduste%20muutmise%20seadus> (12.11.2018);
- 55) Seletuskiri väärtpaberituru seaduse muutmise ja sellega seonduvalt teiste seaduste muutmise seaduse eelnõu juurde nr 220 SE.  
<https://www.riigikogu.ee/tegevus/eelnoud/eelnou/1662c4e6-bffa-465b-86e3-1653212572ba/V%C3%A4%C3%A4rtpaberituru%20seaduse%20muutmise%20seadus> (10.12.2018);
- 56) Suunised. Alternatiivsed tulemuslikkusnäitajad. European Securities and Markets Authority. <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/10/2015-esma-1415et.pdf> (09.12.2018);
- 57) Strategic silence, insider selling and litigation risk. Journal of Accounting and Economics Volume 59, Issues 2–3, April–May 2015;
- 58) Väärtpaberite noteerimine, Nasdaq Baltic <http://www.nasdaqbaltic.com/et/meie-teenused/noteerimine/> (27.04.2019);

## **Kasutatud normatiivmaterjal**

### Eesti õigusaktid:

- 59) Nõuded väärtpaberite avaliku pakkumise, kauplemis- ja noteerimisprospektile, Rahandusministri määrus 09.01.2006 nr 4. RTL 2006, 10, 189; RT I, 18.07.2012, 4;
- 60) Raamatupidamise seadus, RT I 2002, 102, 600; RT I, 09.05.2017, 30;
- 61) Tsiviilseadustiku üldosa seadus, RT I 2002, 35, 216; RT I, 30.01.2018, 6;
- 62) Võlaõigusseadus, RT I 2001, 81, 487; RT I, 20.02.2019, 8;
- 63) Väärtpaberituru seadus, RT I 2001, 89, 532; RT I, 19.03.2019, 76;
- 64) Väärtpaberituru seaduse ja Finantsinspektsiooni seaduse muutmise seadus, RT I, 07.04.2017, 2;
- 65) Äriseadustik, RT I 1995, 26, 355; RT I, 28.02.2019, 10;

### Euroopa Liidu õigusaktid:

- 66) Euroopa Parlamendi Ja Nõukogu direktiiv 2001/34/EÜ, 28. mai 2001, mis käsitleb väärtpaberite ametlikku noteerimist väärtpaberibörsil ja nende väärtpaberite kohta avaldatavat teavet, ELT L 06/07/2001 Lk 0001 – 0066;
- 67) Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/71/EÜ, 4. november 2003, väärtpaberite üldsusele pakkumisel või kauplemisele lubamisel avaldatava prospekti ja direktiivi 2001/34/EÜ muutmise kohta, ELT L 345, 31.12.2003, lk 64—89;
- 68) EUROOPA PARLAMENDI JA NÕUKOGU DIREKTIIV 2010/73/EL, 24. november 2010, millega muudetakse direktiivi 2003/71/EÜ väärtpaberite üldsusele pakkumisel või kauplemisele lubamisel avaldatava prospekti kohta ja direktiivi 2004/109/EÜ läbipaistvuse nõuete ühtlustamise kohta teabele, mis kuulub avaldamisele emitentide kohta, kelle väärtpaberid on lubatud reguleeritud turul kauplemisele, ELT L 327/1, lk 1—12;
- 69) Komisjoni delegeeritud määrus (EL) nr 862/2012, 4. juuni 2012, millega muudetakse määrust (EÜ) nr 809/2004 seoses teabega nõusoleku kohta prospekti kasutamiseks,

- teabega alusindeksite kohta ning sõltumatute raamatupidajate või audiitorite koostatud aruande nõudega, ELT L 256/4, lk 4—13;
- 70) Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 596/2014, 16. aprill 2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvituse määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/EÜ, ELT L 173/1, lk 1—61;
- 71) Komisjoni määrus (EÜ) nr 809/2004, 29. aprill 2004, millega rakendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2003/71/EÜ, mis puudutab prospektides sisalduvat informatsiooni nagu ka selliste prospektide formaati, andmete esitamist viidetena ja selliste prospektide avaldamist ning reklaamide levitamist, ELT L 149, 30.4.2004, Peatükk 06 Köide 007 Lk 307 – 412, peatükk 06, köide 007 lk 307 – 412;
- 72) Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) 2017/1129, 14. juuni 2017, mis käsitleb väärtpaberite avalikul pakkumisel või reguleeritud turul kauplemisele võtmisel avaldatavat prospekti ning millega tunnistatakse kehtetuks direktiiv 2003/71/EÜ, ELT L 168, 30.6.2017, lk 12—82;
- 73) Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2004/109/EÜ, 15. detsember 2004, läbipaistvuse nõuete ühtlustamise kohta teabele, mis kuulub avaldamisele emitentide kohta, kelle väärtpaberid on lubatud reguleeritud turul kauplemisele, ning millega muudetakse direktiivi 2001/34/EÜ, ELT L 390, 31.12.2004, lk 38—57;
- 74) Komisjoni määrus (EÜ) nr 1787/2006, 4. detsember 2006, millega muudetakse komisjoni 29. aprilli 2004. aasta määrust (EÜ) nr 809/2004, millega rakendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2003/71/EÜ, mis puudutab prospektides sisalduvat informatsiooni nagu ka selliste prospektide formaati, andmete esitamist viidetena ja selliste prospektide avaldamist ning reklaamide levitamist, ELT L 337, 5.12.2006, lk 17—20;
- 75) Komisjoni määrus (EÜ) nr 211/2007, 27. veebruar 2007, millega muudetakse määrust (EÜ) nr 809/2004 (millega rakendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2003/71/EÜ) prospektides esitatava finantsteabe suhtes juhtudel, kui emitendil on keeruline finantsminevik või ta on võtnud endale olulise rahalise kohustuse, ELT L 61, 28.2.2007, lk 24—27;
- 76) Komisjoni määrus (EÜ) nr 1289/2008, 12. detsember 2008, millega muudetakse määruse (EÜ) nr 809/2004 (millega rakendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2003/71/EÜ) prospekte ja reklaami käsitlevaid sätteid, ELT L 340, 19.12.2008, lk 17—19;
- 77) Komisjoni delegeeritud määrus (EL) nr 311/2012, 21. detsember 2011, millega muudetakse määruse (EÜ) nr 809/2004 (millega rakendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2003/71/EÜ) prospekte ja reklaami käsitlevaid sätteid, ELT L 103, 13.4.2012, lk 13—14;
- 78) Komisjoni delegeeritud määrus (EL) nr 486/2012, 30. märts 2012, millega muudetakse määrust (EÜ) nr 809/2004 seoses prospekti, põhiprospekti, kokkuvõtte ja lõplike tingimuste formaadi ja sisu ning avalikustamismäärustega, ELT L 150, 9.6.2012, lk 1—65;
- 79) Komisjoni delegeeritud määrus (EL) nr 862/2012, 4. juuni 2012, millega muudetakse määrust (EÜ) nr 809/2004 seoses teabega nõusoleku kohta prospekti kasutamiseks, teabega alusindeksite kohta ning sõltumatute raamatupidajate või audiitorite koostatud aruande nõudega, ELT L 256, 22.9.2012, lk 4—13;
- 80) Komisjoni delegeeritud määrus (EL) nr 621/2013, 21. märts 2013, millega parandatakse määruse (EÜ) nr 809/2004 (millega rakendatakse Euroopa Parlamendi ja

- nõukogu direktiivi 2003/71/EÜ, mis puudutab prospektides sisalduvat informatsiooni nagu ka selliste prospektide formaati, andmete esitamist viidetena ja selliste prospektide avaldamist ning reklaamide levitamist) poolakeelset versiooni, ELT L 177, 28.6.2013, lk 14—14;
- 81) Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2008/11/EÜ, 11. märts 2008, millega muudetakse direktiivi 2003/71/EÜ väärtpaberite üldsusele pakkumisel või kauplemisele lubamisel avaldatava prospekti kohta seoses komisjoni rakendusvolitustega, ELT L 76, 19.3.2008, lk 37—38;
- 82) Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2013/50/EL, 22. oktoober 2013, millega muudetakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2004/109/EÜ läbipaistvusnõuete ühtlustamise kohta teabele, mis kuulub avaldamisele emitentide kohta, kelle väärtpaberid on lubatud reguleeritud turul kauplemisele, Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2003/71/EÜ väärtpaberite üldsusele pakkumisel või kauplemisele lubamisel avaldatava prospekti kohta ja komisjoni direktiivi 2007/14/EÜ, milles sätestatakse direktiivi 2004/109/EÜ teatavate sätete üksikasjalikud rakenduseeskirjad, ELT L 294, 6.11.2013, lk 13—27;
- 83) Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2014/51/EL, 16. aprill 2014, millega muudetakse direktiive 2003/71/EÜ ja 2009/138/EÜ ning määrusi (EÜ) nr 1060/2009, (EL) nr 1094/2010 ja (EL) nr 1095/2010 seoses Euroopa Järelevalveasutuse (Euroopa Kindlustus- ja Tööandjapensionide Järelevalve) ning Euroopa Järelevalveasutuse (Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve) volitustega ELT L 153, 22.5.2014, lk 1—61;
- 84) Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2014/65/EL, 15. mai 2014, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiive 2002/92/EÜ ja 2011/61/EL, ELT L 173, 12.6.2014, lk 349—496;
- 85) Nõukogu määrus (EÜ) nr 44/2001, 22. detsember 2000, kohtualluvuse ja kohtuotsuste täitmise kohta tsiviil- ja kaubandusasjades, EÜT L 12, 16.1.2001, lk 1—23;
- 86) Komisjoni delegeeritud määrus (EL) nr 759/2013, 30. aprill 2013, millega muudetakse määrust (EÜ) nr 809/2004 seoses konverteeritavate ja vahetatavate võlakirjadega seotud avalikustamismenetlusega, ELT L 213, 8.8.2013, lk 1—9;
- 87) Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EÜ) nr 1606/2002, 19. juuli 2002, rahvusvaheliste raamatupidamisstandardite kohaldamise kohta, EÜT L 243, 11.9.2002, lk 1—4;
- 88) Komisjoni direktiiv 2003/124/EÜ, 22. detsember 2003, millega rakendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2003/6/EÜ seoses siseteabe määratluse ja avalikustamisega ning turuga manipuleerimise määratlusega, ELT L 339, 24.12.2003, lk 70—72;
- 89) Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ, 28. jaanuar 2003, siseringitehingute ja turuga manipuleerimise (turu kuritarvitamise) kohta, ELT L 96, 12.4.2003, lk 16—25 (kehtetu);

#### Muud välisriikide õigusaktid:

- 90) Aktiengesetz, BGBl. I S. 1089;
- 91) Bürgerliches Gesetzbuch, BGBl. I S. 42, 2909; 2003 I S. 738;
- 92) Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, BGBl. I S. 3822;
- 93) Wertpapierhandelsgesetz, BGBl. I S. 2708;
- 94) Wertpapierprospektgesetz, (BGBl). I S. 1698;



- 95) Financial Services and Markets Act 2000,  
<https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents> (20.04.2019);
- 96) The Financial Services and Markets Act 2000 (Official Listing of Securities) Regulations 2001, <https://www.legislation.gov.uk/uksi/2001/2956/contents/made> (20.04.2019);

### **Kohtupraktika**

- 97) RKTko 1. veebruar 2019, 2-15-13216/93;
- 98) RKTko 20. juuni 2018, 2-14-50307/132;
- 99) RKTko 2. november 2016, 3-2-1-101-16;
- 100) RKTko 30. september 2015, 3-2-1-82-15;
- 101) RKTko 17. juuni 2015, 3-2-1-69-15;
- 102) RKTko 8. mai 2013, 3-2-1-191-12;
- 103) RKTko 5. detsember 2012, 3-2-1-142-12;
- 104) RKTko 31. märts 2010, 3-2-1-7-10;
- 105) RKTko 13. juuni 2005, 3-2-1-64-05;
- 106) TlnRnKo 07. jaanuar 2016, 2-14-18162/45;
- 107) Euroopa Kohtu otsus C-375/13, Harald Kolassa vs Barclays Bank plc, 28. jaanuar 2015;
- 108) Euroopa Kohtu otsus C-19/11, Markus Geltr versus Daimler AG, 28. juuni 2012;
- 109) RBS Rights Issue [2015] EWHC 3433 (Chancery Division);
- 110) Informatec AG, BGH II ZR 217/03, 218/03 and 402/02 of 19 July 2004. D. Reidenbach, Executives' Liability for Incorrect Ad Hoc Announcements - A Comment on the Decision of the German Federal Court of Justice (BGH) in re Informatec AG, BGH II ZR 217/03, 218/03 and 402/02 of 19 July 2004, Private Law, 5 German L.J. 1081 (2004);
- 111) LG Augsburg BKR 2002, 236 (6 0 154/01 236) (9. jaanuar 2002). (viidatud: D. Reidenbach, Executives' Liability for Incorrect Ad Hoc Announcements - A Comment on the Decision of the German Federal Court of Justice (BGH) in re Informatec AG, BGH II ZR 217/03, 218/03 and 402/02 of 19 July 2004, Private Law, 5 German L.J. 1081 (2004) lk 1082);
- 112) OLG München BKR 2003, 504 (30 U 103/02) (20. detsember 2002). (viidatud: D. Reidenbach, Executives' Liability for Incorrect Ad Hoc Announcements - A Comment on the Decision of the German Federal Court of Justice (BGH) in re Informatec AG, BGH II ZR 217/03, 218/03 and 402/02 of 19 July 2004, Private Law, 5 German L.J. 1081 (2004) lk 1082);
- 113) BVerfG ZIP 2002, 1986, 1988 (2 BvR 742/02) (24 Sep. 2002). (viidatud: D. Reidenbach, Executives' Liability for Incorrect Ad Hoc Announcements - A Comment on the Decision of the German Federal Court of Justice (BGH) in re Informatec AG, BGH II ZR 217/03, 218/03 and 402/02 of 19 July 2004, Private Law, 5 German L.J. 1081 (2004), lk 1083);
- 114) BGHZ 100, 214, 216 (IV a ZR 205/85) (18. märts 1987). (viidatud: D. Reidenbach, Executives' Liability for Incorrect Ad Hoc Announcements - A Comment on the Decision of the German Federal Court of Justice (BGH) in re Informatec AG, BGH II ZR 217/03, 218/03 and 402/02 of 19 July 2004, Private Law, 5 German L.J. 1081 (2004), lk 1086);
- 115) BGHZ 139, 225, 233 (XI ZR 173/97) (14. juuli. 1998). (viidatud: D. Reidenbach, Executives' Liability for Incorrect Ad Hoc Announcements - A Comment on the

- Decision of the German Federal Court of Justice (BGH) in re Informatel AG, BGH II ZR 217/03, 218/03 and 402/02 of 19 July 2004, Private Law, 5 German L.J. 1081 (2004), lk 1086);
- 116) Possfund Custodian Trustee Ltd v. Diamond [1996] 1 WLR 1351 at 1360 (viidatud: W. Sawitt (ed). The Securities Litigation Review, 4th edition. Law Business Ltd, 2018, lk 100);
- 117) Galoo Ltd v Bright Grahame Murray [1994] 1 W.L.R. 1360 CA. (viidatud: A. Alcock. Liability for misinforming the market. Journal of Business Law, 2011, lk 11);
- 118) Caparo Industries Plc v Dickman [1990] 2 A.C. 605 HL (viidatud: A. Alcock. Liability for misinforming the market. Journal of Business Law, 2011, lk 11);
- 119) Mair v Rio Grande Rubber Estates [1913] AC 853, HL (viidatud: Ferran, E. Ho, L. C. Principles of Corporate Finance Law, Oxford Scholarship Online: April 2014, lk 390);
- 120) Lynde v Anglo-Italian Hemp Co [1896] 1 Ch 178 (viidatud: Ferran, E. Ho, L. C. Principles of Corporate Finance Law, Oxford Scholarship Online: April 2014, lk 390);
- 121) Deutsche Telekom AG kohtuvaidluse ülevaade, W.H van Boom, G. Wagner, Mass Torts in Europe, European Centre of Tort and Insurance Law, October 2014, lk 131 – 142.

## **Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks**

Mina, **Eeva Pajuviidik**,

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose

**„Väärtpaberiturul antav teave ning investori kahju hüvitamise nõue ebaõige teabe avaldamisel“,**

mille juhendaja on **prof. Janno Lahe**,

- 1.1.reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;
- 1.2.üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.
2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
3. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tartus, **30.04.2019**